



OULUN YLIOPISTO  
UNIVERSITY of OULU

OULUN YLIOPISTON KAUPPAKORKEAKOULU

**Arttu Hakala & Atte Jormanainen**

**SIJOITTAJIEN OSTOPÄÄTÖSPROSESSI OSAKEPOHJAISESSA  
JOUKKORAHOITUKSESSA**

Pro gradu -tutkielma

Markkinointi

maaliskuu 2016

Yksikkö Markkinoinnin yksikkö			
Tekijät Arttu Hakala, Atte Jormanainen		Työn valvoja Juga, J. Professori, Logistiikka	
Työn nimi Sijoittajien ostopäätösprosessi osakepohjaisessa joukkorahoituksessa			
Oppiaine Markkinointi	Työn laji Pro gradu	Aika Maaliskuu 2016	Sivumäärä 85 + 2
<p>Tiivistelmä</p> <p>Tämän Pro gradu -tutkielman tavoitteena on selittää ja ymmärtää sijoittajien ostopäätösprosessia osakepohjaisen joukkorahoituksen kontekstissa. Joukkorahoituksesta on tullut varteenotettava keino yrityksille ulkoisen rahoituksen keräämiseen. Aiempi tutkimus on kuitenkin keskittynyt yritysten näkökulmaan eikä sijoittajien toimintaa ja käyttäytymistä vielä ymmärretä. Aihe on uusi ja kehittyvä sekä käytännön että tieteellisen tutkimuksen tasolla, minkä takia lisätieto ja -tutkimus ovat tarpeellisia.</p> <p>Sijoittajan päätöksentekoon vaikuttavia tekijöitä lähestytään teoriassa joukkorahoituksen, kuluttajakäyttäytymisen ja käyttäytymisperusteisen taloustieteen kirjallisuuden kautta. Lisäksi kuvataan ostopäätösprosessin eri vaiheita. Päätöksenteon nähdään koostuvan sijoittajan tarpeisiin ja ominaisuuksiin liittyvistä sisäisistä tekijöistä sekä ulkoisten toimijoiden ja referenssiryhmien vaikutuksesta.</p> <p>Tutkimus toteutettiin kvalitatiivisena tutkimuksena abduktiivista, eli teoriasidonnaista, otetta käyttäen. Empiirinen aineisto kerättiin teemahaastattelujen avulla. Teemat valittiin syvällisen aiheeseen tutustumisen ja aiemman tutkimustiedon pohjalta. Haastattelut äänitettiin ja litteroitiin, jonka jälkeen aineiston analyysi toteutettiin teemoittelua ja tyypittelyä hyödyntäen.</p> <p>Tulokset osoittavat, että voittojen tavoittelu ohjaa merkittävästi sijoittajien päätöksentekoa osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Sijoittajien kiinnostuksen herättää etenkin yritysten suuri tuottopotentiaali, varojen allokoinnin tarve sekä mielenkiinto innovaatioita ja tuotteen uutuutta kohtaan. Luottamus rahoitusta hakeviin yrityksiin ja välittäjiin korostuu. Välittäjällä voikin olla merkittävä rooli sijoittajien kiinnostuksen herättämisessä ja luottamuksen rakentamisessa. Sijoittajien ostopäätösprosessi on monivaiheinen ja hyvin itsenäinen tapahtuma, jonka rakentumiseen vaikuttavat sijoittajien henkilökohtaiset piirteet, tarpeet ja mielenkiinnon kohteet. Ulkoisten tekijöiden, eli referenssiryhmien ja välittäjien rooli korostuu silloin, kun sijoittajat tarvitsevat lisäinformaatiota ja tukea omassa päätöksenteossaan. Koska tietoa sijoituskohteena olevista yrityksistä on usein rajallisesti saatavilla, tunteet ja intuitio voivat vaikuttaa merkittävästi lopulliseen ostopäätökseen.</p> <p>Tuloksia voivat hyödyntää rahoitus- ja sijoitusyhtiöt, joiden liiketoimintaan sijoittajien päätöksenteon ymmärtäminen läheisesti liittyy. Etenkin joukkorahoitusta hakevien yritysten ja välittäjien tulisi huomioida, kuinka niiden toimintatavat vaikuttavat luottamuksen syntymiseen sijoittajissa. Informaatiokuilun pienentäminen sijoittajien ja yritysten välillä on tärkeää. Koska ostopäätösprosessi on yksilöllinen, toimijoiden kannattaa miettiä erilaisten sijoittajien profiileja. Huomionarvoista on myös se, että eri joukkorahoituksen muodoissa ihmisten päätöksentekoa ohjaavat erilaiset motiivit ja tarpeet. Tämä tutkimus toimii esitutkimuksena sijoittamisesta osakepohjaisessa joukkorahoituksessa, ja se antaa jatkotutkimusaiheita ostopäätösprosessin tutkimiseen eri konteksteissa.</p>			
Asiasanat Kuluttajakäyttäytyminen, sijoittaminen, käyttäytymisperusteinen taloustiede			
Muita tietoja			

## SISÄLLYS

<b>1</b>	<b>JOHDANTO.....</b>	<b>6</b>
1.1	Johdatus aiheeseen ja perustelut aiheen valinnalle .....	6
1.2	Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset.....	8
1.3	Tutkimuksen metodologia .....	9
1.4	Keskeisten käsitteiden määrittely .....	10
1.5	Tutkimuksen rakenne .....	11
<b>2</b>	<b>JOUKKORAHOITUS .....</b>	<b>13</b>
2.1	Mitä on joukkorahoitus? .....	13
2.2	Joukkorahoituksen eri muodot .....	14
2.3	Lainsäädäntö .....	16
<b>3</b>	<b>SIOITTAJIEN MOTIIVIT YRITYSTEN RAHOITTAMISESSA .....</b>	<b>18</b>
3.1	Kuluttajat yritysten rahoittajina .....	18
3.2	Joukkorahoitukseen osallistumisen syyt.....	20
3.3	Sijoittajien motiivit osakepohjaisessa joukkorahoituksessa .....	23
3.4	Käyttäytymisperusteinen taloustiede sijoittajatutkimuksessa .....	26
<b>4</b>	<b>SIOITTAJIEN OSTOKÄYTTÄYTYMINEN .....</b>	<b>30</b>
4.1	Kuluttajan käyttäytymiseen vaikuttavat tekijät .....	31
4.1.1	Sosiaaliset tekijät .....	31
4.1.2	Demografiset tekijät.....	32
4.1.3	Psykologiset tekijät .....	33
4.2	Ostopäätösprosessi .....	35
4.3	Teoreettinen viitekehys.....	39
<b>5</b>	<b>KVALITATIIVISEN TUTKIMUKSEN TOTEUTUS.....</b>	<b>43</b>
5.1	Tutkimusmenetelmät.....	43
5.2	Haastattelujen ja aineiston analysoinnin toteutus.....	45

<b>6</b>	<b>SIJOITTAJIEN OSTOPÄÄTÖSPROSESSI JA OSTOPÄÄTÖKSEEN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT OSAKEPOHJAISSA JOUKKORAHOITUKSESSA.....</b>	<b>48</b>
<b>6.1</b>	<b>Tyypillinen sijoittaja ja demografiset tekijät .....</b>	<b>48</b>
<b>6.2</b>	<b>Kiinnostuksen herääminen.....</b>	<b>49</b>
<b>6.3</b>	<b>Sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät.....</b>	<b>52</b>
6.3.1	Informaatio .....	52
6.3.2	Sisäiset tekijät.....	53
6.3.3	Ulkoiset tekijät .....	56
6.3.4	Luottamus.....	57
6.3.5	Toiminnalliset tekijät .....	58
6.3.6	Välittäjän rooli.....	60
<b>7</b>	<b>JOHTOPÄÄTÖKSET .....</b>	<b>61</b>
<b>7.1</b>	<b>Vastaukset tutkimuskysymyksiin .....</b>	<b>61</b>
<b>7.2</b>	<b>Teoreettinen kontribuutio .....</b>	<b>65</b>
<b>7.3</b>	<b>Liikkeenjohdolliset johtopäätökset .....</b>	<b>73</b>
<b>7.4</b>	<b>Tutkimuksen luotettavuuden arviointi ja rajoitukset .....</b>	<b>75</b>
<b>7.5</b>	<b>Jatkotutkimusehdotukset .....</b>	<b>77</b>
	<b>LÄHTEET.....</b>	<b>79</b>
	<b>INTERNETLÄHTEET.....</b>	<b>84</b>
	<b>LIITTEET</b>	
	<b>Liite 1 Teemahaastattelurunko - ammattilaiset .....</b>	<b>86</b>
	<b>Liite 2 Teemahaastattelurunko - sijoittajat.....</b>	<b>87</b>

## KUVIOT

<b>Kuvio 1. Ostopäätösprosessi. ....</b>	<b>35</b>
<b>Kuvio 2. Teoreettinen viitekehys: Sijoittajien ostopäätösprosessi osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. ....</b>	<b>39</b>
<b>Kuvio 3. Sijoittajien ostopäätösprosessi osakepohjaisessa joukkorahoituksessa.....</b>	<b>71</b>

## TAULUKOT

<b>Taulukko 1. Joukkorahoituksen yleisimmät muodot. ....</b>	<b>14</b>
<b>Taulukko 2. Käyttäytymiseen vaikuttavat tekijät.....</b>	<b>31</b>

## 1 JOHDANTO

Tämän Pro gradu -tutkielman aihe-alueena on sijoittaminen osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Tarkoituksena on selittää ja ymmärtää sijoittajien ostopäätösprosessia. Fokus on sijoittajassa ja siinä, miksi ja millä perusteilla ihmiset sijoittavat yrityksiin osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Tässä luvussa perehdytetään lukija tutkittavaan aiheeseen sekä perustellaan aiheen valinta. Lisäksi esitetään tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset, selitetään keskeisimmät käsitteet sekä kerrotaan lyhyesti tutkimuksen metodologiasta ja rakenteesta.

### 1.1 Johdatus aiheeseen ja perustelut aiheen valinnalle

Joukkorahoitus on levinnyt ja kehittynyt nopeasti viimeisten vuosien aikana. Etenkin kasvuvaiheessa olevien yritysten rahoituksen saanti on vaikeutunut eivätkä perinteiset rahoitusalan ratkaisut enää riitä kattamaan yritysten rahoitustarvetta. Tämä on johtanut uusien rahoitustapojen syntymiseen ja kehittymiseen. Joukkorahoituksesta on tullut perinteisten tapojen lisäksi varteenotettava keino yrityksille saada ja kerätä ulkoista rahoitusta (Belleflamme, Lambert & Schwienbacher 2014). Aikaisemmat tutkimukset osoittavat, että rahan keräämisessä joukkorahoitusvälineiden avulla on tapahtunut merkittävää kasvua (Giudici, Nava, Rossi Lamastra & Verecondo 2012).

Joukkorahoitus on vielä nuori ja kehittyvä ala niin käytännössä kuin tutkimusalanana. Vaikka yhä useammat yritykset ja projektit turvautuvat joukkorahoitusvälineisiin, ei joukkorahoituksen dynamiikasta ole vielä perustavanlaatuista tietoa eikä ymmärrystä. Ala on moninainen ja sirpaleinen - esimerkiksi lainsäädäntö vaihtelee eri maiden ja alueiden välillä. Tässä tutkimuksessa keskitytäänkin yritysten osakepohjaiseen joukkorahoitukseen Suomessa, jossa alan lainsäädäntö ja pelisäännöt ovat tällä hetkellä murroksessa. Yhteisesti useat tutkijat toteavat joukkorahoituksen tieteellisen tutkimuksen olevan vielä alkuvaiheessa (esim. Moritz, Block & Lutz 2015).

Joukkorahoitus juontaa juurensa joukkoistamisesta, jossa yritys ulkoistaa yritystoiminnan tehtäviä, esimerkiksi tuotteiden myyntiä, suurelle yleisölle eli joukolle (Kleemann, Voß & Rieder 2008). Aiheen taustaan liittyy myös Vargon ja Luschin (2008, 2004) palvelukeskeinen ajattelutapa (service-dominant logic), jossa kuluttajat nähdään yhteistoiminnassa yrityksen kanssa eikä vain kohdeyleisönä. Kuluttajien roolit ovatkin monipuolistuneet osana yritysten liiketoimintaa ja joukkorahoitus on synnyttänyt aiheeseen liittyen uuden ilmiön. Useat tutkijat (esim. Deffains-Crapsky & Sudolska 2014, Lehner 2013, Ordanini, Miceli, Pizzetti & Parasuraman 2011) nostavat esiin, että tämä uusi ilmiö on tunnistettu ja sillä tulee todennäköisesti olemaan tulevaisuudessa yhä suurempi merkitys etenkin kasvuyritysten rahoituksessa.

Joukkorahoituksen kautta sijoittajat voivat toimia yritysten rahoittajina ja kantavat näin ollen osan yritysten riskeistä tuottotavoitteiden toivossa. Joukkorahoituksessa yrittäjät ja yritykset hakevat yleensä varoja kasvuun ja toiminnan kehittämiseen lähestymällä suurta yleisöä taloudellisen tuen saamiseksi (Belleflamme ym. 2014, Mollick 2013, Schwenbacher & Larralde 2010). Kohdeyleisö koostuu enemminkin tavallisista kuluttajista ja ihmisistä, eli joukosta, kuin ammattisijoittajista ja bisnesenkeleistä (Belleflamme ym. 2014). Osakepohjainen joukkorahoitus onkin tuonut kasvuyrityssijoittamisen mahdollisuuden myös piensijoittajille ja isommalle yleisölle.

Ordanini ym. (2011) esittävät paljon viitatussa artikkelissaan katsauksen tämän hetkiseen joukkorahoituksen kirjallisuuteen ja toteavat, että kuluttajien roolia rahoittajina on tutkittu vielä hyvin vähän. Alan tutkimus on tähän mennessä keskittynyt pitkälti yrityksien näkökulmaan ja joukkorahoitukseen yhtenä rahoitusvaihtoehtona yrityksille. Joukon, eli kuluttajien, sijoittajien ja rahoittajien rooleihin ja mahdollisuuksiin ei akateemisessa tutkimuksessa ole vielä panostettu (Mollick 2014). Tästä johtuen ja siksi, että kuluttajat ja joukko nähdään markkinoinnin kirjallisuudessa yhä enemmän yhteisvaikuttajina yritysten toiminnassa, on aihetta syytä tutkia. Joukkorahoituksen tutkimus on myöskin keskittynyt vain verkkoalustapohjaisiin kanaviin. Face-to-face kanavia ei ole tutkittu juuri lainkaan. Esimerkiksi Deffains-Crapsky ja Sudolska (2014) toteavat, että akateemisen tutkimisen tulisi syventyä kuluttaja-investoijien käyttäytymiseen ennen

ja jälkeen päätöstä rahoittaa joukkorahoitusprojekteja, jotta heidän vaikutusta ymmärrettäisiin tarkemmin. Myös Kuppuswamy ja Bayus (2015) viittaavat, että kuluttaja-investoijia tulisi tutkia enemmän, jotta joukon käyttäytymistä ymmärrettäisiin paremmin.

Tässä tutkimuksessa on tarkoitus tutkia syitä ja motiiveja, jotka vaikuttavat sijoituspäätöksiin. Kirjallisuudessa on selkeästi viitteitä siitä, että ihmisten motiivit ja syyt osallistua joukkorahoitusprojekteihin ovat erilaisia ja riippuvat joukkorahoituksen tyypistä. Joukkorahoituksessa motiivit voivat myös olla erilaisia kuin ammattimaisessa sijoittamisessa. Esimerkiksi Oksasen (2014) tutkimuksessa nousi esille, että joukkorahoittajat eivät sijoita samanlaisilla preferensseillä kuin ammattimaiset sijoittajat, eikä heillä ole samanlaista tieto-taitoa, työkaluja tai kannusteita kuin ammattimaisilla sijoittajilla. Tässä työssä tutkimus rajataan osakepohjaiseen joukkorahoitukseen, koska se on vähiten tutkittu joukkorahoituksen muoto ja koska se voidaan nähdä selkeästi sijoitustyyppisenä muotona joukkorahoituksen moninaisessa kentässä (Ahlers, Cumming, Guenther ja Schweizer 2012). Tutkimuksessa keskitytään etenkin syihin ja motiiveihin ihmisten sijoituspäätösten taustalla ja pyritään kuvaamaan käyttäytymistä ja sijoittajien ostopäätösprosessia. Käytännön tasolla joukkorahoitusta hakevien toimijoiden tulisi ymmärtää sijoittajien päätöksentekoa, jotta rahoituskierrosten onnistunut järjestäminen olisi mahdollista. Tieteessä ei ole keskitytty tarkastelemaan kuluttajakäyttäytymisen ja sijoituspäätösten välistä linkkiä (Lim, Soutar & Lee 2013). Finanssiala tarjoaa laajan ympäristön aiheen tutkimiselle ja joukkorahoitus tarjoaa vielä erittäin nuoren ja tutkimusaukkoja sisältävän kontekstin.

## **1.2 Tutkimuksen tavoite ja tutkimuskysymykset**

Tutkimuksen tarkoituksena on syventyä sijoittajien ostokäyttäytymiseen ja ostopäätösprosessiin osakepohjaisen joukkorahoituksen kentässä. Tavoitteena on selvittää, millä perusteilla ihmiset sijoittavat yrityksiin osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Sijoittajia ja heidän motiivejaan ei vielä tunneta joukkorahoituksessa, sillä tämän hetkinen tutkimus on keskittynyt lähes yksinomaan yritysten näkökulmaan. Näin ollen liikkeenjohdollisia päätelmiä ja nykyistä teorial tietoa laajentamaan, on tutkimuskysymys muotoiltu seuraavasti:



*Miten sijoittajien päätöksentekoprosessia voidaan selittää ja ymmärtää osakepohjaisessa joukkorahoituksessa?*

Sijoittajien päätöksentekoprosessia lähdetään tutkimaan kahden alatutkimuskysymyksen avulla. Tarkoituksena on selventää sijoittajien päätöksiin vaikuttavia tekijöitä ja ostopäätöksen eri vaiheita osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Alatutkimuskysymykset on muotoiltu seuraavasti:

*- Millaiset sisäiset ja ulkoiset tekijät vaikuttavat sijoittajien sijoituspäätöksiin osakepohjaisessa joukkorahoituksessa?*

*- Miten sijoittajien ostopäätösprosessi rakentuu?*

### **1.3 Tutkimuksen metodologia**

Tässä tutkimuksessa käytetään kvalitatiivista tutkimusotetta. Aluksi rakennetaan teoreettinen viitekehys aikaisemman tutkimuksen pohjalta soveltaen erityisesti joukkorahoituksen, käyttäytymisperusteisen taloustieteen sekä kuluttajakäyttäytymisen kirjallisuutta ja tutkimusta. Tarkastelun kohteena ovat sijoittajien käyttäytyminen ja siihen vaikuttavat sisäiset ja ulkoiset tekijät. Tämän jälkeen tutkimuksen empiirisessä osassa kuvataan haastattelujen avulla sijoittajien ostokäyttäytymistä osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Empiirisen aineiston avulla pyritään kehittämään viitekehys sijoituskäyttäytymisestä osakepohjaisessa joukkorahoituksessa.

Kvalitatiivisen tutkimusmenetelmän avulla tutkittavaa ilmiötä voidaan lähestyä ihmisten toiminnan ja sosiaalisten prosessien kautta (Koskinen, Alasuutari & Peltonen 2005: 15). Menetelmän tärkeimpänä tarkoituksena on lisätä ymmärrystä ja luoda rikas kuvaus tutkittavasta ilmiöstä (Koskinen ym. 2005: 47, 265). Koska tämän tutkimuksen tarkoituksena on kuvata sijoittajien ostopäätösprosessia osakepohjaisessa joukkorahoituksessa sekä selvittää käyttäytymiseen liittyviä motiiveja ja syitä, aihetta on perusteltu tutkia kvalitatiivisen lähestymistavan kautta.

Tutkimuksen tarkoituksena on lisätä ymmärrystä valitusta aiheesta, mikä on ominaista kvalitatiiviselle tutkimuksella. Koska osakepohjaista joukkorahoitusta ja etenkin siihen liittyvää sijoittajatutkimusta ei ole juurikaan tehty, voidaan kvalitatiivisella menetelmällä saada aiheesta kattava ja laaja analyysi. Koskisen ym. (2005) mukaan kvalitatiivisen tutkimuksen avulla tutkittavasta ilmiöstä voidaan saada rikas ja laaja aineisto, jota tulkitsemalla voidaan saada aikaiseksi syvällisempi analyysi. Kvalitatiivisen tutkimuksen katsotaan myös sopivan hyvin jonkin uuden ilmiön hahmottamiseen, minkä takia se usein toimitaan esitutkimuksena, jonka avulla tutkimuskohteesta voidaan nostaa esiolettamuksia ja auttaa seuraavien tutkimusten jäsentelyssä (Hakala 2001: 17). Täten tämä tutkimusote soveltuu parhaiten tämän tutkimuksen tutkimusongelman tarkasteluun: tutkimuskohteena on uusi ilmiö, ja tutkimuksen tavoitteena on lisätä ymmärrystä sijoittajien ostopäätösprosessista osakepohjaisessa joukkorahoituksessa.

#### 1.4 Keskeisten käsitteiden määrittely

Seuraavaksi määritellään tutkimuksessa usein ilmenevät ja oleelliset termit selvennyksen ja tutkimuksen seurattavuuden vuoksi. On huomattava, että esimerkiksi sana "joukkorahoitus" pitää sisällään useita alakäsitteitä eikä yleisesti tunnistettuja termejä ole vahvistettu. Tässä tutkimuksessa keskitytään osakepohjaiseen (equity based) joukkorahoitukseen.

**Joukkorahoitus** on Belleflammen ym. (2014) määritelmän mukaan tiettyä tarkoitusta varten useimmiten Internetin kautta esitelty avoin kutsu taloudellisille resursseille, missä raha lahjoitetaan tai rahan vastineeksi saa erityyppisiä palkkioita. Joukkorahoituksen tarkoituksena on kerätä rahaa pienistä ja keskisuurista investoinneista useilta ihmisiltä (joukolta) jonkin tahon esille tuomaan projektiin (Ordanini ym. 2011). Joukkorahoituksessa yritys turvautuu suureen määrään pieniä sijoituksia rahoitustarpeensa tyydyttämiseksi (Belleflamme ym. 2014).

**Joukko** muodostuu yksilöistä, eli rahoittajista, sijoittajista ja asiakkaista, jotka osallistuvat joukkorahoitusprojekteihin. Useimmiten joukon rahat kerätään yhteen Internetissä verkkoalustapohjien kautta. (Schwienbacher & Larralde 2010.)

**Osakepohjaisessa joukkorahoituksessa** yrittäjä/yritys myy yrityksen osakkeita (pien)sijoittajista koostuvalle joukolle. Antiin osallistuvat joukkorahoittajat nähdään sijoittajina, jotka odottavat saavansa tuottoa investoinnilleen. (Mollick 2014.) Sijoittaja uskoo yrittäjän/yrityksen menestymiseen ja saa sitä kautta mahdollisesti tuottoa sijoitukselleen (Belleflamme ym. 2014). Vastineeksi sijoittajat voivat saada joukkorahoitusta hakevan yrityksen osakkeita, osake-optiota tai samantyyppisiä tuottomahdollisuuksia sijoitukselleen. Tämä joukkorahoituksen muoto on kehittynyt ja yleistynyt voimakkaasti 2010 -luvulla (Moritz ym. 2015).

## 1.5 Tutkimuksen rakenne

Tutkimuksen teoriaosassa tarkastellaan aluksi joukkorahoittamista ja sen eri muotoja yleisellä tasolla (luku 2), jotta aihe tulee lukijalle tutuksi. Luvussa 3 tarkastellaan ensimmäiseen alakysymykseen liittyen aikaisempaa kirjallisuutta joukkorahoituksesta ja joukkorahoittajista. Luvussa syvennyttään kuluttajien toimintaan, motiiveihin ja käyttäytymiseen. Lisäksi perehdytään siihen, kuinka kuluttajat ovat ottaneet uuden roolin yritysten toiminnassa tarjoamalla niille rahallista tukea ja kantamalla osan niiden riskistä. Tarkoituksena on esittää tarkempi katsaus siitä, mitkä sisäiset ja ulkoiset tekijät vaikuttavat ihmisten päätöksiin ja miksi he loppujen lopuksi päätyvät sijoittamaan joukkorahoituksessa. Käyttäytymisperusteisen taloustieteen kirjallisuuden kautta syvennyttään sijoittajien käyttäytymiseen vaikuttaviin psykologisiin ja sosiaalisiin tekijöihin.

Teoriakatsauksen viimeisessä osassa (luku 4) perehdytään sijoittajien käyttäytymiseen vaikuttaviin tekijöihin kuluttajakäyttäytymisen kirjallisuuden perusteella. Lisäksi tutustutaan toista alatutkimuskysymystä silmällä pitäen ostopäätösprosessin rakentumiseen ja esitetään, kuinka sitä voidaan käyttää hyödyksi sijoittajatutkimuksessa. Luvun lopussa rakennetaan ja esitellään tutkimuksen teoreettinen viitekehys, joka on rakennettu joukkorahoituksen, käyttäytymisperusteisen taloustieteen ja kuluttajakäyttäytymisen kirjallisuuden pohjalta.

Teoriaosan jälkeen (luku 5) esitetään tarkasti tässä tutkimuksessa käytetyt menetelmät ja kerrotaan miten tutkimus on toteutettu. Seuraavaksi siirrytään

tutkimuksen empiiriseen osaan (luku 6), jossa analysoidaan tehtyjen haastattelujen tuloksia. Analyysi perustuu kirjallisuudesta sekä kerätystä aineistosta esille nousseiden teemojen pohjalle.

Johtopäätökset -luvussa (luku 7) annetaan vastaukset tutkimuskysymyksiin ja esitetään tutkimuksen teoreettinen kontribuutio sijoittajien ostopäätösprosessista osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Tämän lisäksi johtopäätöksissä esitetään liikkeenjohdolliset päätelmät, arvioidaan tutkimusta ja annetaan ehdotuksia tuleville tutkimuksille. Lähteet, Internet -lähteet ja liitteet ovat tutkimuksen viimeisillä sivuilla.

## 2 JOUKKORAHOITUS

Tässä luvussa esitellään yleisesti joukkorahoitusta, sen kehitystä ja eri muotoja olemassa olevan kirjallisuuden pohjalta. Joukkorahoitus on alana uusi ja se tutkimus on vasta alkutekijöissä. Joukkorahoitus pitää sisällään monia eri muotoja ja koko joukkorahoituksen kenttä on vielä moninainen ja epäselvä. Jotta lukijan olisi helpompi seurata tämän tutkimuksen etenemistä, on joukkorahoituksen yleinen tausta tärkeä ymmärtää.

### 2.1 Mitä on joukkorahoitus?

Joukkorahoituksen tarkoituksena on kerätä rahaa pienistä ja keskisuurista investoinneista useilta ihmisiltä (joukolta) jonkin tahon esille tuomaan projektiin (Ordanini ym. 2011). Joukkorahoituksessa on yleensä kolme eri osapuolta: rahoitusta hakevat tahot, sijoittajat ja välittäjät. Yrittäjien, yritysten tai yksityishenkilöiden tarkoituksena on kerätä rahoitusta esittämällä ideoitaan ja projektejaan suurelle yleisölle. He käyttävät joukkorahoitusta päästäkseen markkinaan ja kerätäkseen taloudellista tukea kiinnostuneilta ihmisiltä. Sijoittajat ja kuluttajat puolestaan muodostavat *joukon*, joka päättää tukea näitä projekteja kantamalla osan riskeistä ja odottaen tietynlaista tuottoa tai hyötyä. Kolmas osapuoli on yleensä välittäjänä toimiva organisaatio, joka mahdollistaa rahoitusta hakevien tahojen ja sijoittajien kohtaamisen. Markkinoilla on henkilökohtaisia palveluita tarjoavia organisaatioita, mutta useimmiten kohtaaminen mahdollistetaan verkkoalustan avulla Internetissä. (Tomczak & Brem 2013.)

Belleflammen ym. (2014) mukaan joukkorahoituksen avulla yrittäjät keräävät ulkoista rahoitusta isolta joukolta pieniä investointeja sen sijaan, että rahoitus kerättäisiin pieneltä joukolta ammattimaisia sijoittajia. Joukkorahoituksesta onkin tullut vartenotettava keino yrityksille saada ulkoista rahoitusta perinteisten rahoituskeinojen rinnalla (Belleflamme ym. 2014, Mollick 2014, Ahlers ym. 2012). Belleflammen ym. (2014) määritelmän mukaan joukkorahoitus on tiettyä tarkoitusta varten usein Internetin kautta esitelty avoin kutsu taloudellisille resursseille, missä raha lahjoitetaan tai rahan vastineeksi saa erityyppisiä palkkioita. Mahdolliset palkkiot voivat olla rahallisia tai muunlaisia hyötyjä.

Joukkorahoituksen avulla rahaa kerätään moniin erilaisiin ideoihin ja projekteihin eri aloilla. Yritykset ja yrittäjät hakevat rahoitusapua esimerkiksi tuotekehitykseen tai yrityksen kasvun mahdollistamiseen. Etenkin kasvuvaiheessa olevilla yrityksillä on haasteita saada ulkoista rahoitusta pankeilta, isoilta sijoittajilta tai bisnesenkeleiltä. Ulkoisen rahoituksen saaminen on usein kriittinen tekijä kasvuvaiheen yritysten toiminnan kehittymisen ja jatkumisen kannalta, ja joukkorahoituksesta on tullut varteenotettava keino tämän ongelman ratkaisemiseksi. Koska joukkorahoituksessa varoja kerätään suuresta määrästä pieniä sijoituksia, riski jakautuu isolle sijoittajajoukolle. Onnistuessaan joukkorahoituskampanja voi olla merkittävästi helpompi ja vaivattomampi rahoituskeino kuin isojen sijoittajien tai bisnesenkeleiden vakuuttaminen. Joukkorahoitus on alana kasvanut voimakkaasti viimeisen vuosikymmenen aikana. Tutkimus joukkorahoittamisesta on vielä alkuvaiheessa, ja useat alan tutkijat pitävätkin ilmiötä ja sen tutkimista erittäin ajankohtaisena. (Belleflamme ym. 2014.)

## 2.2 Joukkorahoituksen eri muodot

Joukkorahoitus pitää sisällään paljon eri muotoja. Itse asiassa termi joukkorahoitus on ylätermi, jota käytetään todella laajasti levinneestä rahankeräyksen muodosta (Ahlers ym. 2012, Tomczak & Brem 2013). Rahoituksen hakijat ja sijoittajat voivat hyötyä joukkorahoituksesta monella tavalla. Taulukossa 1 on esitetty yleisimmät joukkorahoitusmuodot.

**Taulukko 1. Joukkorahoituksen yleisimmät muodot.**

	Rahoitusmuoto	Palautuksen muoto	Rahoittajan motiivi
Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus	Lahjoitus	Ei palautusta	Sosiaalinen
Palkintomuotoinen joukkorahoitus	Lahjoitus, Ennakko-osto	Palkinto, tuote	Sosiaalinen, mutta myös palkinnon saaminen
Lainamuotoinen joukkorahoitus	Laina	Laina korkoineen, mutta sosiaalinen lainaus yleensä korotonta	Taloudellinen, sosiaalinen
Osakepohjainen joukkorahoitus	Sijoitus (usein osakkeisiin)	Sijoituksen arvonnousu ja/tai osinko	Taloudellinen, sosiaalinen

### **Lahjoitusmuotoinen joukkorahoitus (patronage model)**

Rahoittajat nähdään joukkorahoitusprojektien tukijoina ja kannattajina. Annetulle rahoitukselle ei odoteta tuottoja tai muita hyötyjä. Esimerkiksi taide ja humanitaariset projektit ovat usein tämän tyyllisiä kampanjoita. (Mollick 2014.)

### **Palkintomuotoinen joukkorahoitus (reward based crowdfunding)**

Palkitsemismuoto on yksi yleisimmistä joukkorahoituksen muodoista. Tässä rahoittajat saavat jonkinlaisen palkkion joukkorahoitusprojektin kannattamisesta (Mollick 2014). Esimerkiksi elokuvaprojektia rahoittaneet voidaan kreditoida elokuvassa tai heille annetaan mahdollisuus tavata projektin luoja. Vaihtoehtoisesti palkintomuotoisessa joukkorahoittamisessa rahoittajat voidaan nähdä aikaisen vaiheen asiakkaina (Belleflamme ym. 2014). Tällöin rahoittajat voivat saada projektilla tuotetut tuotteet ennen muita kuluttajia tai saada sen paremmalla hinnalla. Tällaista "ennakkomyyntiä" käyttävät usein yritykset, joiden projektien tarkoituksena on tuottaa ohjelmistoja, laitteistoja tai muita kuluttajatuotteita (Mollick 2014).

### **Lainamuotoinen joukkorahoitus (lending model)**

Lainamuotoisessa joukkorahoituksessa rahoitusta tarjotaan lainaksi, jolle odotetaan jonkin asteista rahallista tuottoa ja palautusta (Mollick 2014). Markkinoilla on esimerkiksi olemassa vertaislainapalveluita (peer to peer lending), jossa yksityishenkilöt voivat hakea rahaa muilta ihmisiltä tai yritykset voivat hakea rahoitusta yksityishenkilöiltä ja muilta yrityksiltä.

### **Osakepohjainen joukkorahoitus (equity based crowdfunding)**

Osakepohjaisessa muodossa rahoittajat nähdään sijoittajina, jotka odottavat saavansa tuottoa investoinnilleen (Mollick 2014). Vastineeksi sijoittajat voivat saada joukkorahoitusta hakevan yrityksen osakkeita, osake-optiota tai samantyyppisiä tuottomahdollisuuksia sijoitukselleen. Palkkiomuotoisessa joukkorahoittamisessa sijoittaja yleensä sijoittaa tuotteeseen ja sen kehitykseen, kun taas osakepohjaisessa muodossa sijoittaja uskoo yrityksen menestymiseen ja saa sitä kautta mahdollisesti

tuottoa sijoitukselleen (Belleflamme ym. 2014). Tässä tutkimuksessa keskitytään nimenomaan osakepohjaisiin joukkorahoitusprojekteihin sijoittaviin ihmisiin.

Osakepohjaisen joukkorahoituksen kautta haettu rahoitus tarkoittaa yleensä listaamattoman yrityksen osakeantia, jossa omistajat tarjoavat osakkeita suurelle yleisölle merkittäväksi (Cholakova & Clarysse 2015, Ordanini ym. 2011). Yritys on usein startup- tai kasvuvaiheessa oleva yritys (Belleflamme ym. 2014). Sijoittamisen kannalta merkittävien ero julkisesti noteerattuihin osakkeisiin on se, että joukkorahoituksen kautta tarjotuille osakkeille ei yleensä ole olemassa jälkimarkkinoita. Tällöin osakkeiden myyminen tai niistä luopuminen voi olla vaikeaa. Sijoittajien näkökulmasta listaamattomien yritysten arvonmääritys on myös haastavaa, sillä käytännössä osakeannin aloittava yritys määrittelee itse arvonsa.

### **2.3 Lainsäädäntö**

Joukkorahoitukseen liittyvä lainsäädäntö vaihtelee paljon eri valtioiden välillä. Esimerkiksi Australiassa, Kanadassa ja Uudessa-Seelannissa antiosakkeiden tarjoaminen (osakepohjainen joukkorahoitus) ei ole mahdollista. Yhdysvalloissa presidentti Barack Obama allekirjoitti vuonna 2012 osakepohjaisen joukkorahoituksen sallivan lain (Jumpstart our business startups act), jonka tarkoituksena on helpottaa kasvuvaiheessa olevien ja pienien yritysten kehitystä ja rahoitusta (Mollick 2014). Oman haasteensa joukkorahoitukseen tuo myös rajat ylittävä rahoitus. Jos rahoitusta kerätään Suomen ulkopuolelta, on myös muiden maiden lainsäädäntö huomioitava. (Lexia 2014.)

Joukkorahoituksen lainsäädäntö ja alan sääntely ovat tällä hetkellä Suomessa ajankohtaisia teemoja ja viranomaisten keskustelun ja arvioinnin alla. Koska joukkorahoitus on yleistynyt yhtenä rahoituksen keräämisen tapana, ovat viranomaiset ja alan toimijat alkaneet keskustella sääntelystä tarkemmin. Tällä hetkellä kattavaa joukkorahoitusta koskevaa lainsäädäntöä ei ole olemassa ja siksi joukkorahoitusta säädellään olemassa olevan lainsäädännön perusteella. Finanssivalvonnan, jonka tehtävä on valvoa sijoittajien etua ja kaupankäynnin tehokkuutta, mukaan joukkorahoituksessa sovellettavaksi voi tulla esimerkiksi rahankeräyslaki, kauppa- tai kuluttajansuojalaki tai rahoitusmarkkinalainsäädäntö



kuten luottolaitoslaki, sijoituslaki, laki vaihtoehtorahastojen hoitajista ja arvopaperimarkkinalaki. Joukkorahoituksen toteuttaminen saattaa vaatia järjestäjältä lupaa, rekisteröintiä, toimilupaa, esitteitä tai ilmoituksia. (Finanssivalvonta 2015.)

Osakepohjaista joukkorahoitusta koskee arvopaperilain mukainen esitevelvollisuus, jonka mukaan tarjottaessa yleisölle arvopapereita (esim. osakkeita) syntyy velvollisuus julkaista Finanssivalvonnan hyväksymä esite. Yleisölle on kuitenkin mahdollista tarjota osakkeita silloin, kun osakeannilla on tarkoitus kerätä 12 kuukauden aikana alle 1,5 miljoonaa euroa ja sijoittajille annetaan riittävät tiedot osakkeen arvoon vaikuttavista tekijöistä. Osakkeita yleisölle tarjottaessa on aina noudatettava arvopaperimarkkinalain yleisiä velvollisuuksia. (Finanssivalvonta 2015.)

Valtiovarainministeriö (Valtiovarainministeriö 2015, Valtiovarainministeriö & Työ- ja elinkeinoministeriö 2014) on laatinut luonnoksen joukkorahoituslaiksi, joka käsittelee laina- ja sijoitusmuotoista joukkorahoitusta. Ministeriön mukaan lain tavoitteena on luoda selkeät pelisäännöt, jotta yritykset voisivat hyödyntää uudentyyppistä rahoituskanavaa nykyistä paremmin ja sijoittajat saisivat lisää sijoitusvaihtoehtoja. Lain tavoitteena on myös selkeyttää eri viranomaisten vastuita eri joukkorahoitusmuotojen valvonnassa. Helsingin Sanomien pääkirjoituksen (Helsingin Sanomat 2015) mukaan hallituksen esitys joukkorahoituslaiksi on tulossa eduskunnan käsittelyyn näillä näkymin vuoden 2016 alussa.

### 3 SIOITTAJIEN MOTIIVIT YRITYSTEN RAHOITTAMISESSA

Tässä luvussa tarkastellaan sijoittajien motiiveja ja sijoituspäätöksiin vaikuttavia tekijöitä. Tavoitteena on teoriakirjallisuuden pohjalta löytää vastauksia ensimmäiseen alatutkimuskysymykseen, *millaiset sisäiset ja ulkoiset tekijät vaikuttavat sijoittajien sijoituspäätöksiin osakepohjaisessa joukkorahoituksessa*. Kuluttajien rooleissa on tapahtunut merkittäviä muutoksia ja tämän luvun alussa (3.1) esitetäänkin lyhyesti, miten kuluttajat ovat yhä enemmän osa yritysten liiketoimintaa ja nykyään myös rahoittamista sijoittajan roolissa. Seuraavissa alaluvuissa (3.2 ja 3.3) kuvataan joukkorahoitukseen osallistumisen syitä sekä sijoittajien motiiveja osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Viimeisessä osassa (3.4) puolestaan käsitellään käyttäytymisperusteisen taloustieteen tutkimusalan näkökulmia sijoituskäyttäytymisestä, koska teorian tiedon perusteella sijoittajien päätöksiin vaikuttavat rahallisten hyötyjen lisäksi myös psykologiset ja sosiaaliset syyt.

#### 3.1 Kuluttajat yritysten rahoittajina

Kuluttajien rooli ja merkitys yritysten toiminnassa on kasvanut, kun liiketoiminnan alalla on tapahtunut muutoksia palvelukeskeisen ajattelutavan ja kuluttajien osallistamisen suuntaan (Vargo & Lusch 2004). Yhä useammin kuluttajien nähdään osallistuvan esimerkiksi brändien luontiin ja tuotekehitykseen yhdessä yrityksen kanssa (Prahalad & Ramaswamy 2004). Kehitys on johtanut etenkin 2000 –luvulla kuluttajien roolien vahvistumiseen ja monipuolistumiseen (Vargo & Lusch 2008). Kuten johdannossa esitettiin, joukkorahoituksen yleistymisen myötä kuluttajien merkitys yritysten ja erilaisten projektien rahoituksessa on kasvanut. Paljon yritysten ja kuluttajien yhteistyötä tutkineet Prahalad ja Ramaswamy totesivat jo vuonna 2000 julkaistussa tutkimuksessaan, että rahoituspalveluja tarjoavien tahojen tulisi oppia yhteistyöhön kuluttajien kanssa kehittääkseen kuluttajien sijoittamiseen liittyviin tarpeisiin sopivia palveluita.

Joukkorahoitus on kehittynyt omaksi ilmiöksi osittain joukkoistamisen kautta. Joukkoistamisessa esimerkiksi markkinointi, uuden tiedon luonti tai tuotekehitys on ulkoistettu joukolle yrityksen ulkopuolisia toimijoita (Ordanini ym. 2011). Työ,

jonka on tavallisesti tehnyt työntekijä, on osaksi ulkoistettu yrityksen ulkopuolelle. Arvon luonti on siis muuttunut yhä enemmän yrityskeskeisyydestä kohti yhteisluontiprosesseja, joihin kuuluu kuluttajien, asiakkaiden ja muiden sidosryhmien osallistuminen (Kleemann ym. 2008). Viime vuosina kuluttajat ovat alkaneet ottaa uudenlaista roolia markkinoilla tarjoamalla tiedon ja taidon lisäksi myös rahoitustukea projekteille ja yrityksille (Mollick 2014, Ordanini ym. 2011). Asiakkaat ja kuluttajat (joukko) ovat tällöin päätöstensä ja rahallisen tukensa johdosta tärkeä osa tarjooman kehitystä. He ovat mukana kehittämässä tuotteita ja ideoita, joita muut myöhemmin kuluttavat. Tässä ilmiössä, eli joukkorahoituksessa, kuluttajien rooliin sisältyy näin ollen myös yritysten ja projektien *rahallinen* tukeminen ja osallistuminen yritysten sosiaaliseen verkostoon. Joukkorahoituksesta tekee erityisen myös se, että rahallinen tukeminen sisältää usein riskejä ja osallistujat odottavat saavansa panostukselleen rahallisia hyötyjä tai muita etuja. Tästä johtuen Ordaninin ym. (2011) mukaan joukkorahoituksessa kuluttajia ja asiakkaita ohjaavat erityyppiset motiivit kuin joukkoistamisessa ja kuluttajien ja yritysten välisessä yhteisluonnissa.

Ordanini ym. (2011) mainitsevat, että joukkoa on tarkasteltava myös sijoittamisen näkökulmasta. Näkemyksen jakavat myös esimerkiksi Agrawal, Catalini ja Goldfarb (2010), joiden mukaan joukkorahoitushankkeisiin osallistuvia voidaan pitää sijoittajina, koska he tekevät päätöksiä arvioimalla hankkeiden menestysmahdollisuuksia ja vetovoimaa. Ordanini ym. (2011) jatkavat, että joukkorahoitukseen osallistumisen ja investointipäätösten mukanaan tuomat riskit ovat yksi joukkorahoituksen tärkeimmistä piirteistä. Riskit myös tunnetusti liittyvät yleensä kaikenlaiseen sijoittamiseen (Hoffmann & Broekhuizen 2010). Riskit ja tuotto-odotukset liittyvät etenkin tässä tutkimuksessa tarkasteltavaan osakepohjaiseen joukkorahoituksen muotoon, jossa kuluttajille tarjotaan mahdollisuus investoida yrityksiin sijoitusmielessä (Moritz ym. 2015). Investointiaan, sekä riskin ottamista, vastaan sijoittajat hakevat tuottoa usein yritysten osakkuuksien muodossa. Tällainen kuluttajien roolin evoluutio ja siihen liittyvät motiivit ovat vielä hämärän peitossa tutkimusalalla (Ordanini ym. 2011).

Joukkorahoituksessa sijoittajia näyttää ohjaavan erilaiset motiivit kuin esimerkiksi tuotteiden tai brändin kehittämiseen osallistumisessa. Osakepohjaisen

joukkorahoituksen erottaa muista tyypeistä selkeästi sijoittamiseen liittyvä erityispiirre. Ihmiset odottavat saavansa tuottoja sijoituksilleen, jotka yleensä kohdistuvat kasvuvaiheessa oleviin yrityksiin.

### 3.2 Joukkorahoitukseen osallistumisen syyt

Kuten edellä on käynyt ilmi, joukkorahoitusmuotoja on monenlaisia ja todennäköisesti myös syitä ja perusteita joukkorahoitukseen osallistumiseen on hyvin erilaisia. An, Quercia ja Crowcroft (2014) toteavat tutkimuksessaan, että eri joukkorahoitusmuodoissa sijoittajien päätöksiin vaikuttavat erilaiset tekijät. He tunnistivat työssään eri tyyppisiä sijoittajia joukkorahoituskentässä ja heidän mukaan ihmiset käyttäytyvät monin eri tavoin riippuen esimerkiksi joukkorahoitusprojektin toteutustavasta ja tavoitteista. Samalla tavoin Mollick (2014) toteaa sijoittajien tavoitteiden olevan erittäin heterogeenisiä ja usein riippuvaisia sijoittajan henkilökohtaisista kiinnostuksen kohteista. Myös Ordanini ym. (2011) havaitsivat joukkorahoitukseen osallistuneissa sijoittajissa useita erilaisia piirteitä. Heidän mukaan osallistumiseen liittyvät motiivit riippuvat joukkorahoitustyyppistä sekä sijoittajan haluista ja persoonallisuudesta. Joukkorahoitukseen liittyviä motiiveja tutkineet Bretschneider, Knaub & Wieck (2014) toteavat katsauksessaan, että motiivit kasvuyrityssijoittamiseen joukkorahoituksen kautta ovat erilaisia kuin motiivit muissa joukkoistamisen muodoissa. He korostavatkin, että tieto ihmisten motiiveista sijoittaa kasvuyrityksiin on suppea.

Ordanini ym. (2011) tekivät tapaustutkimuksen avulla havaintoja sijoittajien motiiveista. He keräsivät tietoa kolmesta erilaisesta joukkorahoitustyyppistä, joiden valinnassa käytettiin kriteereinä projektin tuotto/riski -suhdetta sekä sijoittajan saaman hyödyn laatua. Ensimmäinen tapaus liittyy musiikkialaan ja uusien artistien tukemiseen, toinen tapaus yksityishenkilöiden ideoiden ja hankkeiden varainhankintaan ja kolmas rahoitustuen antamiseen kasvuyrityksille. Artistien joukkorahoituskampanjoissa sijoittajat eivät saa rahallista tuottoa vaan toimivat ennemminkin tuenantajina haluamallaan panostuksella. Sijoittajia motivoi etenkin tunne siitä, että he saavat osallistua artistien musiikintekoprosessiin ensimmäisten joukossa. He osallistuivat lähinnä *kannattaakseen* (engl. partonage) suosimaansa artistia ja edistääkseen artistin menestystä. Yksityishenkilöiden varainhankinnassa

sijoittajia puolestaan kiinnosti *sosiaalinen osallistumisen* tunne. Sijoittajat halusivat ottaa osaa muiden ihmisten henkilökohtaisiin hankkeisiin ja tunsivat tyytyväisyyttä, kun pystyivät vaikuttamaan hankkeen toteutumiseen. Sijoittajat eivät saaneet rahallista tai muuta konkreettista hyötyä vaan ennemminkin toimivat lahjoittajina. Sen sijaan kasvuvaiheessa olevien yrityksen rahoittamisessa sijoittajia motivoi mahdollisuus päästä omistamaan yrityksiä ja saada *rahallista hyötyä*. Tutkimuksessa havaittiin, että uutuudenviehätys ajoi ihmisiä sijoittamaan yrityksiin, koska aiemmin vain harvoilla on ollut mahdollisuus päästä yritysten osakkaiksi aikaisissa kasvu- ja kehitysvaiheissa. Vaikka nämä tapaukset edustavat erilaisia joukkorahoituksen tyyppisiä, Ordanini ym. (2011) summaavat yhdistäväksi tekijäksi sijoittajien innovatiivisen käyttäytymisen eli halun olla mukana jossain täysin uudessa asiassa. Lisäksi sijoittajat näyttivät tekevän päätöksiä psykologisten ja tunteisiin liittyvien syiden perusteella.

Sijoittajien innovatiivisesta käyttäytymisestä mainitsevat tutkimuksessaan myös Schvienbacher ja Larralde (2010). He viittaavat tällaisesta käytöksestä puhuttaessa sijoittajan sisäiseen motivaation ja toteavat sen olleen tärkeämpi kuin esimerkiksi taloudelliset hyödyt, joita ammattisijoittajat yleensä korostavat. Hoffmannin ja Broekhuizenin (2010) mukaan innovatiivisen käytöksen omaavat sijoittajat ovat usein erittäin hyvin tietoisia erilaisista sijoitustuotteista ja etenkin ostotavoista ja kauppapaikoista. He toteavat, että kasvavassa ja kuitenkin suhteellisen uudessa joukkorahoituksen ilmiössä innovatiivisia ihmisiä kiehtoo uudenlainen tapa osallistua yritysten toimintaan. Tämän tyyppiset ihmiset ovat erinomaisia levittämään tietoa joukkorahoituksesta ja saavat myös isomman joukon kiinnostumaan uudesta asiasta. Uutuudenviehätys korostuu Agrawalin, Catalinin ja Goldfarbin (2014) mukaan osakepohjaisessa joukkorahoituksessa, koska se tarjoaa tavallisille sijoittajille mahdollisuuden päästä osakkaaksi kasvupotentiaalin omaaviin yrityksiin, mikä ei aiemmin ole ollut juurikaan mahdollista muille kuin ammattisijoittajille. Tässä tutkijat ovat samoilla linjoilla Ordaninin ym. (2011) havaintojen kanssa.

Schwienbacherin ja Larralden (2010) mainitsemasta sijoittajien sisäisestä motivaatiosta nousi esille myös ihmisten halu olla osa yhteisöä, mitä tukee edellä mainittu Ordaninin ym. havainto siitä, että sijoittajia ajaa sosiaalinen osallistumisen tunne. Scwienbacher ja Larralde täsmentävät, että sijoittajat haluavat osallistua

joukkorahoitukseen voidakseen sanoa "minä tein sen" ja saadakseen siitä tunnustusta ja nautintoa. Samoin Gerberin, Huin ja Kuon (2011) tutkimuksessa sijoittajat kokivat saavansa tunnustusta muilta siitä, että ovat mukana tekemässä hyvää asiaa. Tutkijat puhuvat luovasta yhteisöstä, jonka kautta sijoittajat saavat etenkin tunteisiin ja omaan tyytyväisyyteen kohdistuvia hyötyjä. Gerberin ym. tekemissä haastatteluissa kävi ilmi, että ihmisille antoi lisäarvoa erityisesti mahdollisuus olla mukana asiassa, johon heillä ei muuten - esimerkiksi oman ammattitaitonsa kautta - olisi mahdollisuuksia päästä mukaan. Yhteisöllisyyden merkityksen ovat havainneet myös Agrawal ym. (2014, 2010), joiden mukaan joukkorahoitukseen osallistuminen on sosiaalinen aktiviteetti, jossa sijoittajille arvoa tuottaa tunne siitä, että on ollut osallisena yrittäjämäisessä hankkeessa. Joukkorahoituksen kautta yhteisön jäsenet siis kokevat keskinäisen vuorovaikutuksen johtavan rahoitettavien hankkeiden onnistumiseen ja toteutumiseen (Gerber & Hui 2013).

Psykologiset ja sosiaaliset motiivit, kuten innovatiivinen käytös ja yhteisöllisyys, näyttävät olevan merkittäviä osallistumiseen vaikuttavia tekijöitä joukkorahoituksessa. Hoffmann ja Broekhuizen (2010) mainitsevatkin psykologisten sekä sosiologisten tekijöiden ja sitä kautta myös ihmisten persoonallisuuden korostuvan joukkorahoituksessa. Samaan suuntaan viittaavat myös kirjallisuudessa esille nousevat hauskuuteen ja auttamisen haluun liittyvät motiivit. Esimerkiksi Schwienbacherin ja Larralden (2010) tuloksista selviää, että sijoittajat kokivat joukkorahoituksen yksinkertaisesti hauskaksi ja miellyttäväksi asiaksi. Auttamisen halusta puhuvat monet tutkijat. Jo edellä Ordaninin ym. (2011) havainnoista huomattiin sijoittajien halu tukea hyvinä pitimiään projekteja. Sijoittajat eivät välttämättä välitä rahojen menettämisestä vaan haluavat tukea hyväksi kokemaansa syytä (Agrawal ym. 2014). Myös Gerberin ym. (2011) tutkimuksessa sijoittajat osallistuivat joukkorahoitukseen tukeakseen yrittäjyyttä tai tarkoitusperiä. Päätöksen taustalla saattoi vaikuttaa henkilön läheinen suhde yrittäjään tai yrittäjän tekemään asiaan.

Innovatiivinen käyttäytyminen, uutuudenviehätys, yhteisöllisyys, hauskuus sekä tuen antaminen ovat tutkimustulosten perusteella merkittävimpiä motiiveja, jotka vaikuttavat päätöksentekoon yleisesti joukkorahoituksessa. Havaintoja ei voida kuitenkaan yleistää koko joukkorahoituksen kentässä, kuten useimmat tutkijat

huomauttavat. Ei voida myöskään sanoa, liittyvätkö ne osakepohjaiseen joukkorahoitukseen, joka selkeästi eroaa muista joukkorahoituksen muodoista. Osakepohjaista muotoa on tutkittu vähemmän kuin muita muotoja, mutta tästä tutkimusaukosta johtuen aiheesta on viime vuosina tehty joitain tutkimuksia.

### **3.3 Sijoittajien motiivit osakepohjaisessa joukkorahoituksessa**

Alan kirjallisuus osoittaa, että pelkästään konkreettiset tai taloudelliset hyödyt eivät ole ainoita tekijöitä, jotka vaikuttavat ihmisten sijoituspäätöksiin joukkorahoituksessa. Raha ja tuotto ovat kuitenkin merkittäviä motiiveja, kun puhutaan osakepohjaisesta joukkorahoituksesta (Bretschneider ym. 2014, Deffains-Crapsky & Sudolska 2014). Osakepohjainen joukkorahoitus koetaan uutena sijoitusmuotona, jonka avulla on mahdollista saada isojaakin tuottoja. Kasvuyritysten rahoitukseen perehtynyt Lehner (2013) toteaa, että tuottomahdollisuuksien myötä myös riski siirtyy sijoittajille. Myymällä osakkeita tai osuuksia yrityksestä, yrittäjät jakavat osan riskistä useiden eri sijoittajien harteille. Lehnerin mukaan tästä johtuen osakepohjaisessa joukkorahoituksessa sijoittajien päätöksentekoa ohjaavat erilaiset motiivit kuin muuten joukkorahoituksessa.

Koska raha ja tuotot ovat osakepohjaisessa joukkorahoituksessa yksi merkittävä sijoittajien motiivi, perehtyvät sijoittajat myös tarkemmin rahoituksen kohteena yritykseen ja siitä tarjolla olevaan informaatioon. Kasvuyritysten antamien signaalien ja ihmisten sijoituspäätösten yhteyttä tutkineet Ahlers ym. (2012) toteavat sijoittajien kiinnostavan huomiota rahoitusta hakevien yritysten etenemissuunnitelmiin, riskitekijöihin sekä yrityksen hallintotiimin. Heidän mukaan yritysten antama sekä yrityksestä tarjolla oleva informaatio vaikuttaa ihmisten sijoituspäätökseen. Esimerkiksi taloudellisten ennusteiden ja etenemissuunnitelmien (eng. roadmap) esittäminen sijoittajille voi vaikuttaa positiivisesti sijoituspäätökseen. Tutkijat toteavat selkeiden exit -mahdollisuuksien ja riskitekijöiden esittämisen olevan tärkeitä rahoitukseen osallistumisen kannalta. Lisäksi ammattitaitoiset henkilöt yrityksen hallituksessa sekä menestyksen kannalta sopiva hallinnon rakenne parantavat mahdollisuutta siitä, että sijoittajat kiinnostuvat. Joukkorahoitusta hakevien yritysten ja sijoittajien välistä kommunikaatiota tutkineet Moritz ym. (2015) tekivät myös samanlaisia havaintoja. Heidän mukaan yrityksen hallintotiimin

antaman yleisvaikutelman havaittiin pienentävän sijoittajien kokemaa informaatiokuilua yrityksen ja joukon välillä. Yleisvaikutelman muodostumiseen puolestaan vaikuttavat erityisesti luottamus ja avoimuus. Sijoittajille onkin useiden lähteiden mukaan tärkeää, että yrityksen toiminta on läpinäkyvää ja herättää luottamuksellisuutta (Beckett, Hewer & Howcroft 2000, Berglin & Stranberg 2013, Hoffmann & Broekhuizen 2010, Mollick 2013). Avoimuus ja luottamuksellisuus puolestaan viestivät laadukkuudesta, joka puolestaan parantaa rahoituksen onnistumisen todennäköisyyttä (Mollick 2014).

Toinen merkittävä sijoittajien päätöksiin vaikuttava tekijä on referenssiryhmät. Useiden tutkijoiden mukaan sekä toisten yksityissijoittajien että ammattisijoittajien osallistumisella ja hyväksynnällä on positiivinen vaikutus muiden ihmisten sijoittamiseen (Moritz ym. 2015, Mollick 2014 ja 2013, Berglin & Strandbeg 2013, Ordanini ym. 2011). Esimerkiksi Moritz ym. (2015) havaitsivat kolmansien osapuolien, eli muiden sijoittajien ja tietotaitoisten henkilöiden, kommunikaation vaikuttavan yksittäisten sijoittajien tekemiin päätöksiin ja vähentävän sijoittajien kokemaa informaatiokuilua. Mollick (2014) puhuu tässä yhteydessä vertaisvaikutuksesta (eng. peer effect) sosiaalisessa verkostossa, missä muiden sijoittajien päätökset antavat tukea yksilön omaan päätöksentekoon. Sijoittajat voivat esimerkiksi ajatella, että koska moni muukin on sijoittanut ja ammattisijoittajiakin on lähtenyt mukaan, on todennäköisempää, että kyseessä on hyvä sijoituskohde.

Kolmansien osapuolien vaikutuksesta puhuttaessa useat tutkijat ovat maininneet myös laumakäyttäytymisestä joukkorahoituksessa. Banerjeen (1992) mukaan laumakäyttäytymiseen ajavat tilanteet, joissa ihmiset käyttävät muiden aikaisemmin tekemiä päätöksiä ja signaaleja apuna omassa päätöksenteossaan silloin, kun tietoa ei ole muuten tarpeeksi saatavilla. Sijoittamisen kontekstissa laumakäyttäytyminen voidaan nähdä sijoittajajoukolle ominaisena taipumuksena matkia ja seurata muiden päätöksiä tai markkinakonsensusta perustamatta päätöksiä omaan uskomukseen ja perehtymiseen (Hammami & Boujelbene 2015, Clement & Tse 2005). Tutkimuksessa on havaittu, että sijoittajien lopulliseen päätökseen voi vaikuttaa se, että monet muutkin ovat sijoittaneet (Kuppuswamy & Bauys 2015, Burtch, Ghose & Wattal 2013). Ensimmäisinä rahoitusta antavat henkilöt ovat tärkeässä roolissa joukkorahoitusprojektien onnistumisen kannalta, koska nämä aikaisessa vaiheessa



tehdyt sijoitukset tapaavat saada yhä isomman joukon liikkeelle ja ottamaan osaa rahoitukseen (Agrawal ym. 2010). Etenkin ensimmäistä kertaa joukkorahoituksen kautta sijoittavat hakevat omaan päätöksentekoonsa tukea muilta (Burtch ym. 2013). Oksasen (2014) mukaan laumakäyttäytyminen näkyy erityisesti sijoitusmuotoisessa joukkorahoituksessa, jossa mahdollisuudet informaation hankintaan ovat usein rajalliset ja sijoittajat siten perustelevat omaa päätöstään myös muiden tekemillä päätöksillä. Sijoittamisen kontekstissa laumakäyttäytyminen nähdään joskus negatiivisenakin asiana, koska sijoittajat eivät välttämättä tee päätöksiä oman harkinnan perusteella ja voivat täten tehdä päätöksiä, joita he muuten eivät tekisi (Mollick 2014). Osakepohjaisen joukkorahoituksen kannalta onkin mielenkiintoista nähdä, onko laumakäyttäytymistä havaittavissa. Osakepohjaisessa joukkorahoituksessa sijoittajien riskit kasvavat ja muiden vaikutuksesta tehdyllä sijoituspäätöksellä voi olla huonot seuraukset, jos sijoituskohde ei olekaan tuottoisa.

Vaikka osakepohjaisessa joukkorahoituksessa sijoittajat näyttävät toimivan enemmän rationaalisin perustein (Ahlers ym. 2012), aikaisemmasta tutkimuksesta nousee esille myös psykologisia ja sosiaalisia motiiveja. Esimerkiksi innovatiiviseen käyttäytymiseen ja uutuudenviehätykseen liittyvät motiivit vaikuttavat sijoittajien päätöksiin (Mollickin 2014). Osakepohjaisen joukkorahoitukset kautta yrityksiin sijoittavat henkilöt ovatkin usein kiinnostuneita seuraamaan sijoituskohdettaan pitkällä tähtäimellä ja ovat valmiita tukemaan liiketoimintaa myös muilla tavoin (Cholakova & Clarysse 2015). Tätä havaintoa tukevat Bretschneider ym. (2014), joiden mukaan uteliaisuus ja mielenkiinto joukkorahoitusta kohtaan sekä altruismi voivat vaikuttaa myönteisen sijoituspäätöksen tekemiseen. Altruismilla tutkijat tarkoittavat, että sijoittajat haluavat panostuksensa myötä tehdä hyvää joukkorahoitusta hakevalle yritykselle ja sen liikeidealle, välittämättä suuremmin mahdollisista omista tuotoistaan tai tappioistaan. Berglin ja Strandberg (2013) puolestaan tarkastelivat kuluttajakäyttäytymisen, sijoituskäyttäytymisen ja joukkorahoituksen teorioiden pohjalta syitä, miksi ihmiset päätyvät sijoittamaan verkkoalustapohjaisiin projekteihin. Tutkimuksen perusteella joukon tärkeimpiä syitä sijoittaa olivat juuri halu auttaa projektia, olla osa projektin toteutusta ja tukea hyvää asiaa. Lisäksi sijoittaneiden luottamuksella projektin luojaan sekä projektin tai yrityksen fanittamisella havaittiin olevan vaikutusta.

Berglinin ja Strandbergin (2013) mukaan heidän havaintojaan ei kuitenkaan voida yleistää joukkorahoituskentässä ja painottavat kontekstin huomioon ottamista tutkimuksessa. Myös useimmat muut tässä luvussa mainitut tutkijat sanovat samoin ja toteavat, että sijoittajatutkimusta tulisi täsmentää eri joukkorahoitusmuodoista. Kuitenkin esimerkiksi psykologiset syyt näyttävät selkeästi vaikuttavan ihmisten sijoituspäätöksiin joukkorahoituksen kentässä, mistä on näyttöä myös muuten sijoitustutkimuksen alalla. Esimerkiksi Dorn ja Sengmueller (2009) esittävät artikkelissaan, että muutkin kuin taloudelliset hyödyt vaikuttavat myös julkisille osakemarkkinoille sijoittavien päätöksiin.

### **3.4 Käyttäytymisperusteinen taloustiede sijoittajatutkimuksessa**

Sijoittajien ja ylipäätään sijoittamisen tutkimuksessa ei ole juurikaan käytetty markkinointiin liittyvien tieteenalojen teorioita, sillä yleensä aihetta tutkitaan kvantitatiivisesti ja riski/tuotto -suhteen perusteella (Hoffmann & Broekhuizen 2010). Kuitenkin yhä useammat tutkijat ovat alkaneet lähihistoriassa korostaa myös esimerkiksi markkinoinnin ja psykologian alojen teorian soveltuvuutta ja tärkeyttä sijoitustutkimuksessa. Asiaa perustellaan sillä, että pelkkä riskin ja tuottojen tutkiminen ei riitä selittämään syitä ja motiiveja ihmisten sijoituspäätösten taustalla. Ihmiset eivät myöskään aina tee sijoituspäätöksiään rationaalisesti. Tässä alaluvussa keskitytäänkin psykologiaan ja tunteisiin käyttäytymisperusteisen taloustieteen tutkimusalan kautta.

Käyttäytymisperusteisessa taloustieteessä (eng. behavioral finance) keskitytään psykologisiin ja sosiologisiin tekijöihin tutkittaessa esimerkiksi yksilöllisiä, luonteenomaisia ja persoonallisia asioita. Käyttäytymisperusteiselle taloustieteelle ei ole olemassa yhtä selkeää määritelmää, mutta sovelletut tieteenalat sekä tutkimustavat ja -tarkoitukset ovat yleisesti samanlaisia. Kyseessä on ala, jossa muiden käyttäytymistieteiden teorioiden, erityisesti psykologian ja sosiologian, avulla pyritään ymmärtämään ja selittämään odotetun rahallisen hyödyn (esim. sijoitustuottojen) ja rationaalisen käyttäytymisen ristiriitaista ilmiötä (Frankfurter & McGoun 2000). Tutkimusala laajentaa rahoituksen perinteistä portfolioihin, tuottovaatimusten määrittämiseen ja markkinatehokkuuteen urautunutta näkökulmaa keskittymällä käyttäytymisen tutkimiseen (Statman 2014). Tutkimus on suurimmaksi

osaksi empiiristä ja siinä sovelletaan rahoituksen kirjallisuudessa harvoin käytettyjä metodeja, kuten kenttätutkimusta, haastatteluita ja kokemusten tutkimista (Statman 2014, Frankfurter & McGoun 2000). Taloudellinen päätöksenteko kulttuurin, vastuullisuuden, tunteiden, halujen ja sosiaalisten tekijöiden kautta on tutkimuksen keskiössä (Statman 2014). Käyttäytymisperusteisen taloustieteen tarkoituksena on siis tarjota sijoittamisen ilmiölle kokonaisvaltaisempi selitys käyttämällä konsepteja ja todisteita etenkin psykologian kirjallisuudesta (Beal, Goyen & Phillips 2005, Statman 1999). Sillä pyritään selittämään miten ja miksi käyttäytyminen syntyy (Bikas, Jureviciene, Dubinkas & Novickyte 2013, Sewell 2007). Koska tässä työssä on empiirisen tutkimuksen kautta tarkoitus kuvata yksilöiden sijoituskäyttäytymistä ja siihen vaikuttavia syitä ja motiiveja, on käyttäytymisperusteisen taloustieteen kirjallisuuden soveltaminen on perusteltua.

Osin mielipiteitä jakava tieteenala on saanut yhä enemmän suosiota sijoitustutkimuksessa. Rahoitusosalalla alettiin hitaasti uskoa käyttäytymisperusteisen taloustieteen näkökulmiin, kun tutkimuksessa saatiin todisteita siitä, että myös tunteet ja psykologia ohjaavat sijoittajien käyttäytymistä. Tutkimuksen kannalta merkittävintä oli se, että markkinat eivät ole täydelliset ja sijoittajat eivät tee päätöksiä vain rationaalisin perustein. (Statman 2014, Nofsinger 2005.)

Alan tutkimuksessa tulokset ovat moninaisia ja kuvaavat usein jotain tiettyä tilannetta. Useat alan tutkijat toteavatkin, että sijoittajien käyttäytymisen tutkiminen tulisi liittää kontekstiin eikä sijoittajien käyttäytymisestä saatuja tuloksia voida yleistää laajasti koko rahoitusosalalla (Lim ym. 2013, Lovric, Kaymak ja Spronk 2008). Tulokset voivat olla erilaisia riippuen esimerkiksi siitä, mikä sijoitustuote on kyseessä. Muun muassa Lovric ym. (2008) sanovat, että sijoituspäätökset tulisi nähdä prosessina, jossa sijoittajat ja sijoitusympäristö vuorovaikuttavat toistensa kanssa jatkuvasti. He näkevät sijoittajan oppivan, sopeutuvan ja kehittyvän ympäristönsä ja saamansa informaation mukaan ja myös toimimaan sen mukaan. Myös sosiaaliset vuorovaikutussuhteet vaikuttavat sijoittajan käyttäytymiseen osana ympäristöä. Joukkorahoituksen kontekstissa käyttäytymisperusteisen taloustieteen tutkimusta ei ole tiettävästi tehty, joten alan konseptien ja tuloksien soveltamiselle on tarvetta.

Käyttäytymisperusteisen taloustieteen tutkimuksessa on havaittu tuotetietouden ja kiintymyksen vaikuttavan sijoittajien päätöksiin (Lim ym. 2013). Limin ym. mukaan, mitä paremmin sijoittaja tuntee sijoituskohteen ja mitä läheisempi se on sijoittajalle, todennäköisyys päätökselle sijoittaa kasvaa. Toisin sanoen sijoittajat eivät todennäköisesti tee myönteistä ostopäätöstä, jos ovat epävarmoja sijoitustuotteesta tai sijoituskohteesta. Informaation ja perehtymisen avulla sijoittajat pyrkivät välttämään epävarmuutta ja riskialttiutta, millä on vaikutusta heidän ostoaikeisiin ja -päätöksiin. Tähän liittyen edellisessä luvussa kävi ilmi, että osakepohjaisessa joukkorahoituksessa sijoittajat kiinnittävät tarkasti huomiota rahoituksen kohteena olevasta yrityksestä saatuun informaatioon. Joukkorahoituksen kirjallisuudesta havaittiin myös, että yrityksiin sijoittavat henkilöt ovatkin usein kiinnostuneita seuraamaan sijoituskohdettaan pitkällä tähtäimellä, mikä viittaa sijoittajien kiintymykseen.

Sijoittajien ei-taloudellisiin hyötyihin liittyvät myös sosiaaliset tekijät, jotka voivat merkittävästi vaikuttaa sijoittajien päätöksiin. Vaikka rahallinen hyöty on lähes aina läsnä, sijoittavat voivat päätöksenteossaan korostaa myös sosiaalisia ja yhteiskunnallisia hyötyjä. Puustisen (2012: 139) mukaan etenkin Suomessa, jossa sijoitustuotteiden markkina on erittäin kilpailtu ja intensiivinen, sijoittajat haluavat hallita omaa sijoittamistaan ja ilmaista itseään sijoittamisen kautta. Esimerkiksi kuluttajien sijoitustavoitteiden sisältöä ja rakennetta tutkineet Puustinen, Kuusela ja Rintamäki (2012) puhuvat sijoittajien *symbolisista motiiveista*, joihin kuuluu esimerkiksi hyvätahtoisuuden osoittaminen. Tukiessaan hyviä asioita ja yrityksiä sijoittajat tuntevat tyytyväisyyttä ja viestivät sosiaalisesta vastuullisuudesta, mikä on havaittu etenkin eettistä sijoittamista tutkittaessa (Beal ym. 2005). Sosiaaliseen vastuuseen liittyy Bealin ym. mukaan motiivi yhteiskunnallisiin muutoksiin vaikuttamisesta. Myös Lovricin ym. (2008) mukaan oman edun ajattelun lisäksi epäitsekkyys voi liittyä sijoittamiseen. Joukkorahoituksen kontekstissa tästä asiasta saatiin viitteitä edellisessä luvussa, jossa sijoittajien motiiveiksi tunnistettiin esimerkiksi tuen antaminen sijoittajien hyvänä pitämille projekteille ja asioille sekä sijoittajien halu olla mukana jonkin uuden ja merkityksellisen luomisessa.

Sosiaalista vastuuta korostamalla sijoittajat voivat myös kohottaa itsetuntoaan ja siten tavoitella tiettyä statusta ja asemaa yhteiskunnassa (Puustinen ym. 2012,

Puustinen 2012, Lovric ym. 2008, Beal ym. 2005). Statman (2004) käyttää tästä termiä *ekspressiiviset hyödyt*, jotka hänen mukaansa antavat mahdollisuuden arvojen, aseman ja elämäntyylin ilmaisemiseen sekä sijoittajalle itselleen että muille ihmisille. Näin ollen sosiaalisten tekijöiden vaikutus sijoituspäätöksessä voi liittyä sekä symbolisiin motiiveihin, kuten hyvätahtoisuuden osoittamiseen, että sijoittajan itsetunnon ja yhteiskunnalliset statuksen kohottamiseen, eli ekspressiivisiin motiiveihin.

Sijoittajakäyttäytymisen sosiaalisten tekijöiden lisäksi emotionaaliset, eli tunteisiin ja kokemuksiin liittyvät tekijät voivat vaikuttaa sijoituspäätöksiin. Sijoittamista itsessään voidaan pitää hauskana ja siihen voi liittyä hyvänolon, ilon tai jännityksen tunteita (Puustinen 2012, Bealin ym. 2005). Puustinen (2012: 140) toteaa omassa väitöskirjassaan, että sijoitustuotteita myyvien yhtiöiden tulisi kilpailla juuri kokemuksilla ja sisällöllä, koska sijoittajat selvästi arvostavat ja hakevat emotionaalisia ja symbolisia hyötyjä ja arvoja. Lisäksi hän korostaa, että moniulotteisesti tutkimalla voidaan sijoittamista ja sijoituskäyttäytymistä selvittää paremmin. Vaikka Puustinen lähestyykin tutkimuksessaan aihetta sijoittamisessa koetun arvon -käsitteen kautta, tämän tutkimuksen kannalta olennaista on huomata tulokset, joiden mukaan taloudellisen arvon lisäksi symboliset, emotionaaliset ja toiminnalliset arvot ovat osa sijoituspäätöstä. Etenkin kokemuksiin, tuntemuksiin, altruismiin ja itsetuntoon liittyvät arvot vaikuttavat sijoittajien tekemiin päätöksiin.

#### 4 SIOITTAJIEN OSTOKÄYTTÄYTYMINEN

Kuluttajakäyttäytymisellä tarkoitetaan toimintoja, joissa kuluttaja valitsee, ostaa ja käyttää tuotteita ja palveluja tyydyttääkseen tarpeitaan ja halujaan. Kotlerin ja Armstrongin (2006: 158) mukaan kuluttajakäyttäytyminen on prosessi, jossa kuluttajat, yksilöt ja kotitaloudet ostavat tuotteita ja palveluita henkilökohtaiseen kulutukseen. Teollisesta vallankumouksesta ja vilkastuneesta kaupankäynnistä johtunut kulutuksen ja tuotannon ajallinen ja paikallinen eroavuus muuttivat ratkaisevasti kulutuksen luonnetta. Siitä muodostui monipuolinen tutkimusalue, joka on kiinnostanut mm. taloustieteilijöitä, psykologeja, sosiaalipsykologeja, sosiologeja, kulttuuriantropologeja ja semiootikkoja. Kuluttajakäyttäytymistä tutkittaessa sitä voidaan lähestyä kuluttajan ja tarjontaympäristön välistä suhdetta tarkastelemalla. (Sanomalehtiyliopisto 1993: 11–12.) Yleisimmin omaksutut näkökulmat painottavat:

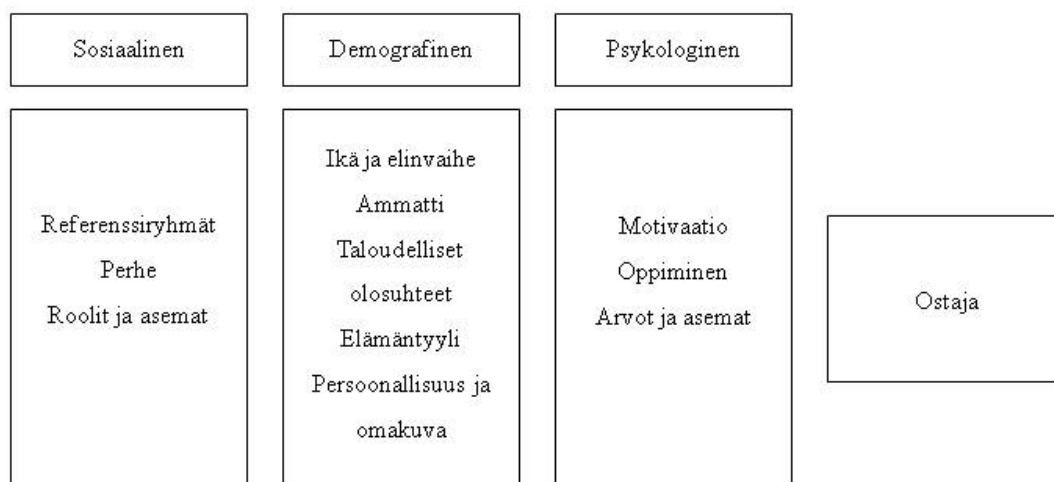
1. Näkyvää käyttäytymistä, kuten ostamista, omistamista ja kuluttamista
2. Kuluttajan suhtautumista, kuten mielikuvia, uskomuksia, asenteita ja arvoja
3. Mielen toimintaa, kuten havaitsemista, kokemista, tiedon hankintaa, tiedon työstämistä ja itse päätöksen tekoa
4. Kuluttajien käyttäytymistä ohjaavia voimia, kuten tarpeita, haluja ja motiiveja

Kuluttajat tekevät päätöksiä tiettyjen tarpeiden ja mielihalujen pohjalta. Markkinoinnin olemuksen ymmärtäminen lähtee liikkeelle näiden tarpeiden ja mielihalujen ymmärtämisestä. Tarpeiden, mielihalujen ja kysynnän eroja on hyvä selvittää. Tarve on henkinen tila, jossa ihminen tuntee saavuttavansa vain vajaan tyydytyksen tietyllä elämänalueella. Mielihalut ovat mekanismeja, joita vajaan tarpeentyydytyksen tuntevat ihmiset ovat kehittäneet poistaakseen vajavaisuuden tunteen. Kysyntä on seurausta tiettyihin tuotteisiin kohdistuvista mielihaluista. Mielihaluista tulee kysyntää silloin, kun niihin yhdistyy ostovoima. (Kotler 1990: 4.)

#### 4.1 Kuluttajan käyttäytymiseen vaikuttavat tekijät

Kuluttajan ostopäätösprosessiin vaikuttavat huomattavasti ostajan yksilölliset sosiaaliset, demografiset ja psykologiset tekijät. Suurin osa tekijöistä on sellaisia, joihin ei ole mahdollista vaikuttaa, mutta ne on kuitenkin otettava huomioon päätöksenteossa. Ihminen ei usein ole tietoinen näiden tekijöiden vaikutuksista, sillä niihin on totuttu ja ne vaikuttavat jokaiseen elämän osa-alueeseen näkymättä konkreettisesti missään. (Pizam & Mansfeldin (2000: 110.) Taulukosta 2 voidaan nähdä, kuinka useat eri tekijät voivat vaikuttaa kuluttajan käyttäytymiseen. (Kotler 1990: 158).

**Taulukko 2. . Käyttäytymiseen vaikuttavat tekijät (mukaillen Kotler & Armstrong 2006: 159).**



##### 4.1.1 Sosiaaliset tekijät

Kuluttajien käyttäytymiseen vaikuttavat sosiaaliset tekijät, kuten viiteryhmät, perhe sekä sosiaalinen asema ja status (Kotler 1990: 161). Viiteryhmillä tarkoitetaan tässä tutkimuksessa kuluttajan ystäviä, tuttavvia, työkavereita sekä muita sijoittajia ja viiteryhmästä käytetään nimitystä referenssiryhmä. Referenssiryhmät antavat meille myös käyttäytymisen roolit ja standardit, jotka vaikuttavat suoraan tarpeisiimme ja ostokäyttäytymiseemme (Assael 1998: 535). Referenssiryhmiin kuuluvat lisäksi kuluttajan sosiaaliset verkostot sekä online -verkostot, kuten blogit, sosiaalisen median sivustot ja muut verkossa toimivat yhteisöt, jossa ihmiset ovat vaihtavat informaatiota ja mielipiteitä (Kotler & Armstrong 2006: 159–164). Yksilön

viiteryhmä koostuu kaikista niistä ryhmistä, joilla on suora tai epäsuora vaikutus ihmisen asenteisiin tai käyttäytymiseen (Kotler 1990: 162). Referenssiryhmät vaikuttavat todennäköisimmin ryhmän jäsenen käyttäytymiseen, mikäli ryhmät ovat yhtenäisiä, jatkuvassa kanssakäymisessä tai eksklusiivisia. Yhtenäisessä ryhmässä jäsenillä on samanlaiset arvot ja normit. Jatkuvassa kanssakäymisessä olevat henkilöt voivat vaikuttaa enemmän ryhmän jäsenten päätöksiin. Eksklusiivissa ryhmässä jäsenyyttä pidetään korkeassa arvossa. (Assael 1998: 536.) Assaelin (1998: 536) mukaan myös se, millaisesta tuotteesta on kyse, vaikuttaa siihen millainen vaikutus referenssiryhmällä on. Esimerkiksi Nagyn ja Obenbergerin (1994 via Comegys ym. 2006) tutkimuksessa kokeneet sijoittajat luottivat enemmän omaan kykyynsä valita osakkeita kuin työkavereidensa tai perheidensä suosituksiin.

Perhe muodostaa vaikutusvallaltaan suurimman ostajan käyttäytymiseen vaikuttavan viiteryhmän. Ihmisen elämässä voidaan erottaa kaksi perheryhmää, vanhemmat sekä puoliso ja lapset. Jälkimmäisellä ryhmällä on välittömämpi vaikutus jokapäiväiseen ostokäyttäytymiseen. Tutkimuksessa mainitaan myös, että puolison suhteellinen vaikutus ostopäätöksiin vaihtelee suuresti tuotteittain. Kalliita tuotteita tai palveluita ostettaessa aviopuolisot tekevät päätöksiä yleensä yhdessä. (Kotler 1990: 163.)

Ihminen kuuluu elämänsä aikana moniin ryhmiin, joita ovat perhe, kerho, klubit ja muut organisaatiot. Henkilön asema jokaisessa ryhmässä määräytyy roolin ja statuksen eli arvoaseman mukaan. Jokaiseen rooliin liittyy status, joka heijastaa yhteiskunnan antamaa arvostusta roolille. Ihmiset valitsevat tuotteita, jotka viestivät heidän rooliansa ja arvoasemaansa yhteiskunnassa. (Kotler 1990: 164, Kotler & Armstrong 2006: 167.)

#### 4.1.2 Demografiset tekijät

Ostajan päätöksiin vaikuttavat myös hänen henkilökohtaiset ominaisuutensa, kuten ikä ja elämänvaihe, ammatti, taloudellinen tilanne, elämäntyyli sekä persoonallisuus ja minäkuva (Kotler 1990: 164, Kotler & Armstrong 2006: 167). Kotlerin mukaan (1990: 164) ihmiset ostavat erilaisia palveluita elämänsä eri vaiheissa. Kulutus muovautuu myös perheen elämänvaiheen mukaan. Elämänvaiheen muutokset ovat yleensä tulosta demografisista ja elämää muuttavista tekijöistä, kuten avioliitto,



lapsen syntyminen, kodin osto, avioero, lapsien meno yliopistoon, muutokset henkilökohtaisessa tulossa, muuttaminen pois kotoa ja eläkkeelle jääminen. Myös ihmisen ammatti vaikuttaa tuotteisiin ja palveluihin, joita hän ostaa. (Kotler & Armstrong 2006: 168.)

Ihmisen taloudellinen tilanne vaikuttaa huomattavasti tuotevalintoihin. Taloudellinen tilanne muodostuu käytettävissä olevista tuloista, joihin vaikuttavat esimerkiksi tulotaso, tulojen säännöllisyys, varallisuus sekä suhtautuminen säästämiseen ja kuluttamiseen. (Kotler 1990: 166.) Samoista osakulttuureista, sosiaaliluokista ja ammasteista lähtöisin olevilla ihmisillä voi olla hyvin erilaiset elämäntyyli (Kotler & Armstrong 2006: 169, Kotler 1990: 166.) Ihmisen elämäntyyli on toiminnasta, kiinnostuksen kohteista ja mielipiteistä ilmenevä tapa elää maailmassa. Elämäntyyli kuvastaa ”kokonaispersoonaa”, joka on kanssakäymisissä ympäristönsä kanssa. Se heijastaa ihmisen sosiaaliluokan ja toisaalta persoonallisuuden taustalla olevia tekijöitä. (Kotler 1990: 166.)

Jokaisella ihmisellä on oma, muista erottuva persoonallisuutensa, joka vaikuttaa ostokäyttäytymiseen. Persoonallisuudella tarkoitetaan yksilöllisiä psykologisia ominaisuuksia, jotka johtavat suhteellisen yhdenmukaiseen ja pysyvään tapaan reagoida ympäristöön. (Kotler 1990: 167.) Persoonallisuutta voidaan käyttää hyödyksi, kun analysoidaan kuluttajan käyttäytymistä tietyn tuotteen tai brändin valinnassa (Kotler & Armstrong 2006: 169).

#### 4.1.3 Psykologiset tekijät

Ihmisen ostovalintoihin vaikuttaa neljä tärkeää psykologista tekijää: motivaatio, käsitys, oppiminen sekä uskomukset ja asenteet (Kotler & Armstrong 2006: 171). Ihmisellä on samanaikaisesti useita tarpeita. Jotkut niistä ovat biogeenisiä eli ne kumpuavat fysiologisista jännitystiloista, esimerkiksi nälästä, janosta ja kylmyydestä. Psykologisista jännitystiloista puolestaan aiheutuu psykogeenisiä tarpeita. Näitä ovat esimerkiksi ryhmän tunnustukseen, kunnioitukseen sekä ryhmään kuulumiseen ja itsensä kunnioittamiseen liittyvät tarpeet. Useimmat näistä tarpeista eivät välttämättä motivoi ihmistä toimimaan välittömästi, sillä ne eivät ole tarpeeksi voimakkaita. Tarpeesta tulee motiivi vasta silloin, kun se on kasvanut riittävän intensiiviseksi.

Motiivi (tai vietti) on tarve, joka on riittävän voimakas saadakseen ihmisen toimimaan. (Kotler 1990: 167–168.)

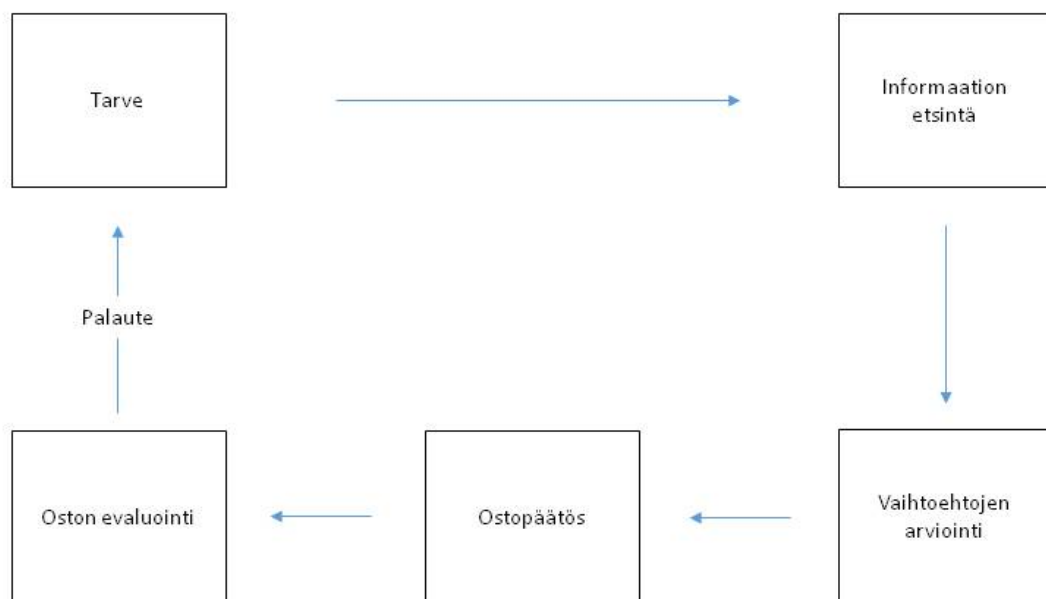
Motivoitunut ihminen on valmis toimimaan. Siihen, miten hän toimii, vaikuttaa hänen käsityksensä tilanteesta (Kotler 1990: 170). Jokainen ihminen kuitenkin huomioi, organisoi ja tulkitsee aistien välittämää tietoa yksilöllisellä tavalla. Käsitys voidaan määrittää prosessiksi, jonka kautta yksilö valitsee, organisoi ja tulkitsee tietoa luodakseen mielekkään kuvan maailmasta. (Kotler & Armstrong 2006: 172.) Käsitys ei riipu yksinomaan fyysisten ärsykkeiden luonteesta, vaan myös ärsykkeiden suhteesta ympäröivään alueeseen ja yksilön sisäisestä tilasta. Samat ärsykkeet voivat luoda erilaiset käsitykset eri ihmisille. Käsityksen muodostamiseen liittyviä prosesseja voidaan ajatella olevan kolme: valikoiva huomio, valikoiva vääristäminen ja valikoiva muistaminen. (Kotler 1990: 170–171.)

Ihminen oppii toiminnan kautta. Oppiminen kuvastaa yksilön käytöksessä ilmeneviä muutoksia, jotka ovat peräisin kokemuksista. Suurin osa inhimillisestä käyttäytymisestä on opittua. Oppiminen tapahtuu viettien, ärsykkeiden, vihjeiden, reaktioiden ja vahvistamisen vuorovaikutuksena. (Kotler & Armstrong 2006: 173.)

Ihmiset päätyvät uskomuksiinsa ja asenteisiinsa toiminnan ja oppimisen kautta. Uskomukset ja asenteet vaikuttavat ostokäyttäytymiseen (Kotler & Armstrong 2006: 173). Uskomus on perustavaa laatua oleva käsitys, joka ihmisellä on tietystä asiasta. Uskomukset voivat perustua tietoon, mielipiteeseen tai uskoon. Uskomukset voivat olla objektiivisia eli puolueettomia tai emotionaalisesti vääristyneitä eli tunteellisia (Kotler 1990: 172). Asenne tarkoittaa ihmisen pysyviä, kognitiivisia eli tietopohjaisia arvioita, tunteita ja toimintapyrkimyksiä jonkin asian, esineen tai ihmisen suhteen. Asenteet voivat olla joko myönteisiä tai kielteisiä, ja ne vaikuttavat siihen, miten ihminen suhtautuu huomion kohteena olevaan objektiin. Asenteiden ansiosta ihminen käyttäytyy suhteellisen yhdenmukaisesti samankaltaisia asioita, esineitä ja ihmisiä kohtaan. (Kotler 1990: 172.) Asenteita on hyvin vaikea muuttaa. Ihmisen asenteet muodostavat johdonmukaisen kokonaisuuden, ja yksittäisen asenteen muuttaminen voi vaatia suuria muutoksia muissa asenteissa (Kotler & Armstrong 2006: 174).

## 4.2 Ostopäätösprosessi

Kuluttajan ostopäätösprosessi koostuu viidestä tekijästä, kuten kuvioista 1 voidaan nähdä. Ostoprosessi alkaa aikaisemmin kuin itse ostos tapahtuu ja jatkuu hyvin pitkälle tämän jälkeenkin. Kuviossa oletetaan, että kuluttaja käy läpi kaikki prosessin vaiheet. Kuluttajat voivat liikkua hitaasti tai nopeasti ostopäätösprosessin sisällä. Joissakin rutiinistoksissa kuluttajat voivat hypätä joidenkin vaiheiden yli. Paljon kuitenkin riippuu ostajan luonteesta, tuotteesta ja ostopäätöstilanteesta. (Kotler & Armstrong 2006: 176.) Hauffin (2014) mukaan rahoituspalveluja ostettaessa kuluttajat voivat käyttäytyä eri tavalla kuin tavallisissa tuoteostotilanteissa. Kuluttajat voivat esimerkiksi olla passiivisempia, vaihtoehtojen arviointi voi olla vaikeaa ja palvelun sijaan voidaan arvioida palveluntarjoajaa (Ennew & Mckechnie 1998, Diacon & Ennew 1996 via Hauff 2014).



**Kuvio 1. Ostopäätösprosessi (mukaillen Kotler & Armstrong 2006, 176).**

Jokaisella sijoittajalla on oma kriteeristönsä, jonka perusteella hän valitsee sijoituskohteensa kaikista saatavilla olevista sijoituskohteista. Päätöksentekoprosessissa sijoittaja valitsee parhaan vaihtoehdon useista saatavilla olevista vaihtoehdoista. Sijoituspäätös sisältää varojen allokointia, jotta tulevaisuudessa saatava hyöty olisi mahdollisimman suuri. (Mehta & Sharma 2015.)

## Tarpeen tunnistus

Ostopäätös alkaa tarpeen havaitsemisella, eli ostaja havaitsee ongelman tai tarpeen. Tarpeet voivat syntyä ulkoisten (esim. mainos) tai sisäisten (esim. nälkä) tekijöiden vaikutuksesta. (Kotler & Armstrong 2006: 176.) On olemassa myös näkymättömiä tarpeen tunnistamiseen vaikuttavia syitä, joihin psykologisilla tekijöillä on erittäin suuri vaikutus. Motivaatio, joka on yksi psykologisista vaikutuksista, on kuluttajakäyttäytymisen pohja. Motivationaaliset tarpeet voidaan jakaa fysiologisiin ja psykologisiin tarpeisiin. Käsitys siitä, miten kuluttajat näkevät itsensä ja ympäristönsä ei vaikuta pelkästään tarpeentunnistamisvaiheeseen, vaan myös kaikkiin muihin vaiheisiin ostopäätösprosessissa. Kuluttajan tarpeista ja käsityksistä riippuen, tarpeen tunnistus voi saada erilaisia muotoja. (Kinnear & Bernhardt 1986 via Comegys ym. 2006.)

## Informaation etsintä

Kuluttaja voi hakea tietoa useista eri lähteistä. Nämä sisältävät muun muassa henkilökohtaiset lähteet (perhe, ystävät, naapurit, tuttavat), markkinoinnilliset lähteet (mainokset, myyntihenkilöstö), julkiset lähteet (massamedia, Internet) ja kokemukselliset lähteet (tuotteen käyttö, tuotteen tutkiminen). Informaation vaikutus riippuu tuotteesta ja ostajasta. (Kotler & Armstrong 2006: 176.) Dupoisin (2000) mukaan tehokkain informaatio tulee kuluttajan henkilökohtaisista lähteistä.

Kotlerin ja Kellerin mukaan (2006) informaation etsinnässä on kaksi tasoa: kohonneen kiinnostuksen taso ja aktiivinen informaation etsintä. Kohonneen kiinnostuksen tasolla kuluttaja tutustuu erilaisiin tuotteisiin, jotka voisivat olla sopivia hänelle. Tällä tasolla kuluttaja vain huomioi mainokset ja keskustelun tuotteesta tai aiheesta. Aktiivisen informaation etsinnän tasolla kuluttaja osallistuu aktiivisesti keskusteluun ja etsii tietoa erilaisista tuotteista ja malleista. (Kotler & Keller 2006 via Comegys ym. 2006.)

Informaation etsinnässä on myös eroja riippuen kuluttajan asiantuntijuudesta tai erityisosaamisesta. Alban ja Hutchinsonin (1987) mukaan asiantuntijat etsivät tehokkaammin, ja näin ollen tietävät enemmän tarjolla olevista tuotteista. Vaikka

asiantuntijat voivat tehdä vähemmän etsintää, he ovat jo valmiiksi keränneet tietoa tuotteista muistiinsa (sisäinen etsintä). (Alba & Hutchinson 1987 via Comegys ym. 2006.)

Yksi tekijä, joka vaikuttaa informaatioon ja sen etsintään on koettu riski (epävarmuus), joka liittyy tuotteen ostoon. Urbany ym. (1989) jakavat epävarmuuden kahteen kategoriaan, tiedon epävarmuuteen ja valinnan epävarmuuteen. Tiedon epävarmuus sisältää epävarmuutta vaihtoehtojen informaatiosta. Valinnan epävarmuus tarkoittaa epävarmuutta siitä, minkä vaihtoehtoista kuluttaja valitsee. Urbanyn ym. (1989) mukaan valinnan epävarmuus näyttää lisäävän informaation etsintää, koska silloin tuotteen ymmärtäminen ei ole ongelmana. Tiedon epävarmuus taas näyttää vähentävän etsintää. Urbanyn ym. (1989) sekä Alban & Hutchinsonin (1987) tutkimuksissa tietty määrä tietoa tuotteesta on välttämätöntä aktiivisen informaation etsinnän kannalta. Toisaalta, kasvanut tieto tuotteesta voi laskea aktiivista informaation etsintää. (Urbany, Dickson & Wilkie 1989 via Comegys ym. 2006, Alba & Hutchinson 1987 via Comegys ym. 2006.)

#### Vaihtoehtojen arviointi

Kuluttajat eivät käytä yksinkertaista tai yksittäistä arviointiprosessia jokaisessa ostotilanteessa vaan useita arviointiprosesseja on käytössä yhtä aikaa. Vaihtoehtojen arviointi riippuu yksittäisestä kuluttajasta ja ostotilanteesta. Kuluttajat voivat olla erittäin laskelmallisia ja ajatella loogisesti, mutta joissakin tapauksissa samat kuluttajat eivät välttämättä arvioi ollenkaan vaan ostavat impulsiivisesti tai luottavat omaan intuitioonsa. Joskus kuluttajat tekevät ostopäätöksiä itse, kun taas joskus he kääntyvät ystävien, online -arvosteluiden tai myyntihenkilöstön puoleen ostopäätöstä tehdessä. Kuluttajilla on tapana asettaa tuotteille useita attribuutteja, joilla jokaisella on oma painoarvonsa. (Kotler & Armstrong 2006: 177.)

Kuluttajilla on taipumusta asettaa sääntöjä tai ominaisuuksien rajoja tuotteille, jotka ovat heidän vaihtoehtoinaan. Nämä ovat minimivaatimustasoja, jotka vaihtoehtoina olevilla tuotteilla täytyy olla, jotta ne voidaan ajatella viimeiseksi valinnaksi ostosta tehtäessä. (Comegys ym. 2006.) Vähentäessään vaihtoehtoja valinnoistaan, kuluttajat ovat aluksi hankkineet tietoa tuotteista ja vertailleet sekä arvioineet niitä. Koska

kuluttajilla ei ole rajattomia resursseja (aikaa), on vedettävä raja, milloin vaihtoehtojen arviointi lopetetaan ja tehdään todellinen ostopäätös. (Comegys ym. 2006.) Hauser ym. (1993) esittävät, että kuluttajat allokoisivat aikansa siten, että kun lisätiedon hankkimisesta aiheutuva vaiva ylittää lisäinformaation arvon, informaation etsintä ja arviointi loppuisi (Hauser, Urban & Weinberg 1993 via Comegys ym. 2006).

### Ostopäätös

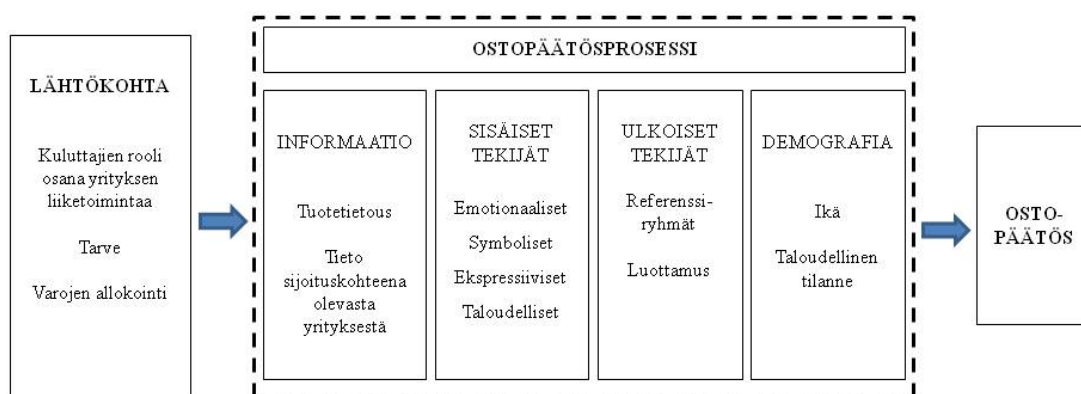
Arviointivaiheen jälkeen kuluttaja asettaa valinnan kohteet järjestykseen. Arviointivaiheen ja ostopäätöksen välissä on kaksi tekijää, jotka vaikuttavat ostopäätökseen. Ensiksi toisten asenteet, kuten ystävien tai yhteisön paine tiettyä tuotetta tai brändiä valitessa, vaikuttavat ostopäätökseen, vaikka kuluttaja olisi itse jo päättänyt toiseen tuotteeseen tai brändiin. Toiseksi, kuluttajalla voi olla yllättäviä tilannekohtaisia tekijöitä, jotka vaikuttavat ostopäätökseen. Tuotteen hinta on voinut nousta tai jokin muu ostos on tullut tärkeämmäksi. (Kotler & Armstrong 2005 via Comegys ym. 2006.)

Huolimatta kaikista teorioista, joissa tarpeen tunnistamista, tiedon etsintää ja arviointia on pidetty ostopäätöksen fundamenttina, on olemassa tilanteita, joissa mitään näistä prosesseista ei voi käyttää. Ilmiötä kutsutaan impulsiiviseksi ostamiseksi. Impulsiivinen ostaminen tapahtuu, kun kuluttaja ostaa tuotteen yksinomaan mielihohteen tai tunteiden johdosta. On olemassa joitakin aidosti vastustamattomia mielihohteita, pääasiassa fysiologisia, joita ei voi paeta, vaikka ne eivät aina johtaisikaan ostokseen. Nämä voidaan jakaa kolmeen eri ominaisuuteen. Ensimmäinen näistä ominaisuuksista on vaatimukset ja standardit, jotka yksilö on asettanut itselleen. Jos kuluttajalla on tietyt tavoitteet ja normit ja he tietävät tarkalleen mitä haluavat, he käyttäytyvät epätodennäköisimmin impulsiivisesti. Tämä vähentää myös haavoittuvuutta myyntihenkilöstöä ja mainontaa kohtaan. Toinen ominaisuus on monitorointi eli seuranta. Ihmiset, jotka ymmärtävät oman käyttäytymisensä, ovat vähemmän alttiita menettämään itsehillintänsä. Kolmas, ja tärkein ominaisuus, on kuluttajan kyky muuttua. Vaikka kaksi ensimmäistä ominaisuutta epäonnistuu, on kuluttajan sisällä oltava jotakin, joka haluaa muutosta.

Tällöin kuluttaja voi välttää ostamasta tuotetta, jonka impulssi (mielihalu) on herättänyt. (Baumeister 2002 via Comegys ym. 2006.)

### 4.3 Teoreettinen viitekehys

Edellä tarkastellun kirjallisuuden ja tutkimusten pohjalta rakennetaan teoreettinen viitekehys sijoittajien ostopäätösprosessille osakepohjaisessa joukkorahoituksessa (kuvio 2). Viitekehyksessä sijoittajien prosessi on jaettu kolmeen vaiheeseen: lähtökohta, ostopäätösprosessi ja varsinainen ostopäätös. Viitekehysten rakentamisessa on sovellettu teoriaosassa esitettyä ostopäätösprosessin muotoutumista, mutta kuitenkin muokattu sitä tähän tutkimukseen sopivaksi ja esitettyjä teorialietoja vastaavaksi.



**Kuvio 2. Teoreettinen viitekehys: Sijoittajien ostopäätösprosessi osakepohjaisessa joukkorahoituksessa.**

Prosessi alkaa lähtöasetelmasta, jolloin sijoittaja huomaa tarpeen tai muuten kiinnostuu osakepohjaisesta joukkorahoituksesta. Kuten edellä joukkorahoitusta käsitelleessä luvussa kävi ilmi, joukkoistaminen sekä etenkin kuluttajien roolit osana yritysten liiketoimintaa ovat vaikuttaneet kiinnostuksen heräämiseen myös joukkorahoitusta kohtaan. Lisäksi teorian perusteella on selvää, että myös sijoittajan halu allokoida varoja toimii lähtökohtana sijoittamiselle ylipäätään. Koska osapohjaisen joukkorahoituksen kirjallisuudessa sijoittajien tarpeita tai kiinnostuksen heräämistä ei ole tutkittu, tulee tämä osa viitekehystä tarkentumaan empiirisessä osassa haastattelujen kautta.

Viitekehyksessä ostopäätösprosessi koostuu neljästä ostopäätökseen vaikuttavasta osa-alueesta: informaatiosta sekä sisäisistä, ulkoisista ja demografisista tekijöistä. Nämä sijoittajan sijoituspäätökseen vaikuttavat osa-alueet on sijoitettu suurempaan katkoviivalla havainnollistettuun laatikkoon, millä kuvataan sitä, että kaikki osa-alueet vaikuttavat yhtä aikaa sijoittajan ostopäätösprosessiin ennen sijoituspäätöstä. Osa-alueet eivät näin ollen ole erillisiä tai toisiaan poissulkevia.

### Informaatio

Teorian perusteella tieto sekä sijoitustuotteesta että joukkorahoituksen kohteena olevasta yrityksestä vaikuttaa ostopäätökseen. Informaation ja perehtymisen avulla sijoittajat pyrkivät välttämään epävarmuutta ja riskialttiutta. Yrityksen osakeannin onnistumisen kannalta on tärkeää, että yrityksen ja sijoittajien välille ei muodostuisi informaatiokuilua. Sijoittajat eivät todennäköisesti tee myönteistä ostopäätöstä, jos ovat epävarmoja sijoitustuotteesta tai -kohteesta. Näin ollen sijoittajien tulisi ensimmäisenä tuntea osakepohjainen joukkorahoitus sijoitustuotteena, miksi sitä tehdään ja mitä hyötyjä sijoittaja voi siitä saada.

Toisin kuin useimmat joukkorahoituksen muodot, osakepohjainen joukkorahoitus on selkeästi sijoitustuote. Sijoittajat ottavat riskiä suuria tuottomahdollisuuksia vastaan, minkä takia he myös kiinnittävät enemmän huomiota sijoituskohteeseen. Yrityksen antama ja yrityksestä tarjolla oleva informaatio näyttääkin kirjallisuuden perusteella korostuvan osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Luottamuksen synnyttäminen on tärkeää ja yritys voi edistää sitä esimerkiksi läpinäkyvällä ja avoimella viestinnällä. Jos sijoittaja ei tunne kohdeyhtiötä ja esimerkiksi sen tunnuslukuja, tiimiä tai etenemissuunnitelmia, hän ei todennäköisesti tee myönteistä ostopäätöstä.

### Sisäiset tekijät

Sisäisillä tekijöillä tarkoitetaan esimerkiksi persoonallisia, psykologisia ja sosiaalisia tekijöitä, jotka vaikuttavat sijoittajan ostopäätösprosessissa. Ne ovat yksilöllisiä asioita, jotka ohjaavat sijoittajien käyttäytymistä. Edellä esitetyn tutkimustiedon perusteella sisäisten tekijöiden huomioiminen on oleellista, kun mietitään sitä, miten sijoittajien käyttäytymistä voidaan ymmärtää osakepohjaisessa joukkorahoituksessa.



Sijoittaminen ei ole aina rationaalista, sillä tunteet ja kokemukset, eli *emotionaaliset* tekijät, vaikuttavat myös sijoituspäätökseen. Kirjallisuuden perusteella sijoittajat voivat esimerkiksi kokea tyytyväisyyttä ja kiintymystä tehdessään hyvää asiaa rahoitusta hakevan yrityksen eteen. Uutuudenviehätys sijoitustuotetta kohtaan, yhteisöllisyyden tunne, onnistumiset sekä muut koetut tunteet voivat ohjata päätöksentekoa. Samalla tavalla ostamisen herättämä nautinto ja positiiviset tunteet vaikuttavat lopullisen päätöksen taustalla.

*Symboliset* tekijät viittaavat sosiaalisuuteen, epäitsekkyYTEEN ja tuen antamiseen. Sijoittajat eivät aina ajattele pelkästään omaa etuaan vaan haluavat esimerkiksi tehdä hyvää tukemalla yrityksiä ja liikeideoita, joihin haetaan rahoitusta joukkorahoituksen kautta. Tällä tavoin sijoittajat voivat ilmaista sosiaalista vastuullisuutta ja yhteisöllisyyttä muille ihmisille ja yhteiskunnalle. Sijoituksella on tällöin enemmän symbolinen tarkoitus eikä ostopäätös perustu vain tuoton tavoitteluun.

Toisaalta sijoitus voi olla itsetunnon kohottamisen väline, jolla sijoittaja haluaa ilmaista itselleen tai muille ihmisille henkilökohtaisia arvojaan ja elämäntyyliään. Tällä viitataan *ekspressiivisiin* tekijöihin ostopäätösprosessissa. Sijoittaja voi hakea tiettyä asemaan tai statusta esimerkiksi sillä, että on osallistunut omalla panoksellaan yrittäjämäiseen hankkeeseen ja kokee siitä ylpeyttä. Useiden tutkijoiden mukaan myös innovatiivinen käytös ajaa sijoittajia osallistumaan joukkorahoitukseen. Tällaiset sijoittajat ovat nopeita uuden asian omaksujia ja haluavat olla ensimmäisten joukossa mukana tukemassa kasvavia ja innovatiivisia hankkeita.

Sijoittajan motiiveihin kuuluvat tietenkin myös *taloudelliset* tekijät. Niillä viitataan yksinkertaisesti tuottoihin, joita sijoittaja voi saada ottamaansa riskiä vastaan. Myös sijoitustuotteen hinta voi vaikuttaa taloudelliseen hyötyyn, kun sijoittaja vertailee erilaisia tuotteita keskenään.

#### Ulkoiset tekijät

Sisäisten tekijöiden lisäksi myös ulkopuolelta tulevat asiat voivat vaikuttaa sijoituspäätökseen. Referenssiryhmillä tarkoitetaan kolmansia osapuolia, esimerkiksi perhettä, ystäviä, vertaissijoittajia tai ammattisijoittajia, jotka voivat olla tärkeässä

osassa sijoittajan ostopäätösprosessia. Sijoittajat voivat hakea omalle päätökselleen tukea referenssiryhmien kautta. Usein muiden mielipiteitä tai aikaisemmin tekemiä päätöksiä käytetään apuna silloin, kun tietoa ei ole tarpeeksi tai sijoittajan oma taito ei riitä arviomaan sijoitusta. Etenkin ensimmäistä kertaa joukkorahoituksen kautta sijoittavat voivat hakea omaan päätöksentekoonsa tukea muilta. Muiden sijoittajien vaikutus voi näkyä yksittäisen sijoittajan päätöksentekoprosessissa myös epäsuorasti niin sanottuna laumakäyttäytymisenä. Tällöin yksittäinen sijoittaja seuraa ja matkii muiden päätöksiä, ja perustelee sijoitustaan sillä, että moni muukin on lähtenyt tähän mukaan.

Ulkoisista tekijöistä myös luottamuksellisuus on sijoittajille tärkeä asia sijoituspäätöstä harkitessa. Sijoittajien on voitava luottaa rahoitusta hakevaan yritykseen ja sen hallintotiimin, jotta myönteinen sijoituspäätös on mahdollinen. Yritys voi rakentaa luottamusta esimerkiksi avoimella ja läpinäkyvällä toiminnallaan.

### Demografiset tekijät

Demografisilla tekijöillä puolestaan viitataan siihen, miten esimerkiksi sijoittajan ikä, taloudellinen tilanne, elämänvaihe tai ammatti vaikuttaa sijoituspäätökseen. Tutkimuksen empiirisessä osassa on ammatillaisia haastattelemalla tarkoitus selvittää, millaisia ovat yleensä osakepohjaisen joukkorahoituksen kautta sijoittavat henkilöt.

Sijoittajan lopulliseen sijoituspäätöksen tekemiseen siis vaikuttavat monet eri asiat ja teorian perusteella persoonalliset ja psykologiset tekijät vaikuttavat päätökseen merkittävästi. Tutkimuksen empiirisessä osassa tarkastellaan haastattelujen avulla, mitkä tekijät korostuvat osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Empiirisen aineiston ja analyysin perusteella teoreettista ostopäätösprosessin viitekehystä muokataan vastaamaan osakepohjaista joukkorahoitusta.

## 5 KVALITATIIVISEN TUTKIMUKSEN TOTEUTUS

Tässä luvussa kerrotaan tarkemmin tutkimuksessa käytetyistä menetelmistä, empiirisen aineiston keräämisestä ja haastattelujen toteutuksesta.

### 5.1 Tutkimusmenetelmät

Tämä tutkimus tehdään kvalitatiivisena tutkimuksena. Sen katsotaan sopivan hyvin uusien ilmiöiden hahmottamiseen (Hakala 2001: 17), ja sen avulla voidaan lisätä ymmärrystä ja tehdä syvällisiä analyysejä monimutkaisista ilmiöistä (Koskinen ym. 2005: 47, 265), kuten sijoittajien ostokäyttäytymisestä ja -päättöprosessista. Ihmisten näkökulmien, kokemusten ja ajatusten esittäminen on tärkeä osa tätä tutkimusta ja kvalitatiivinen ote voi auttaa selittämään näiden ihmisten käyttäytymistä (Yin 2011: 7–9). Lisäksi kvalitatiivisen otteen avulla tutkittavasta aiheesta voidaan saada rikas ja laaja aineisto (Koskinen ym. 2005: 15, 37).

Kvalitatiivisessa tutkimuksessa kohde ja tutkija ovat vuorovaikutuksessa, eli myös tutkijat ovat osaltaan luomassa tutkittavaa kohdetta. Kuten yleensä tutkimuksessa, tässäkin työssä pyritään mahdollisimman objektiiviseen otteeseen. On kuitenkin huomattava, että etenkin kvalitatiivisessa tutkimuksessa tutkijan tulkinnat voivat vaikuttaa tutkimukseen. Esimerkiksi haastattelut ovat haastateltavan ja haastattelijan, sekä heidän tulkintojensa, yhteistyön tulosta. (Hirsjärvi & Hurme 2014: 23, Yin 2011: 11–13.)

Kvalitatiivinen tutkimus voidaan jakaa teorialähtöiseen, aineistolähtöiseen tai teoriasidonnaiseen tutkimukseen. Teorialähtöisen, eli deduktiivisen analyysin, lähtökohtana on olemassa oleva teoria tai malli, jonka perusteella kerättyä aineistoa analysoidaan. Aineistolähtöisessä, eli induktiivisessa tutkimuksessa, pääpaino on puolestaan aineistossa, jonka pohjalta rakennetaan teoriaa. (Hirsjärvi & Hurme 2014: 25, 136, Eskola 2001: 135–140.) Pelkästään teoriaa tai aineistoa painottavilla tutkimuksilla voi kuitenkin olla heikkouksia. Teoriaan nojautuvassa tutkimuksessa voidaan hukata uusia näkemyksiä etenkin tosielämän tapahtumia tutkittaessa ja toisaalta, aineistolähtöisessä prosessissa tutkijalta voi jäädä tärkeitä asioita

huomaamatta, jos aineistoa analysoidessa ei ole tiedossa, mitä asioita siitä tulisi etsiä tai painottaa. (Yin 2011: 93–96.)

Koska sijoittajien käyttäytymisestä ja ostopäätöksiin vaikuttavista tekijöistä ei ole aikaisempaa tutkimusta osakepohjaisen joukkorahoituksen kontekstissa, tässä tutkimuksessa käytetään teoriasidonnaista, eli abduktiivista päättelyä. Tällöin päättelyssä voidaan yhdistellä sekä teoriaa että aineistolähtöisiä käytännön havaintoja. Vaikka teoriasidonnaisessa tutkimuksessa aineiston analyysi ei perustu teoriaan, siihen voi kuitenkin olla kytkentöjä. Löydöksille voidaan esimerkiksi etsiä teoriasta selityksiä, tai teoreettisia ideoita voidaan pyrkiä todentamaan aineiston avulla. Huomioita voidaan tehdä myös empirian vastaamattomuudesta aiempiin tutkimuksiin. Abduktiivisessa tutkimuksessa on hyvä olla valmiina joitain johtoideoita, ja tutkijalta vaaditaankin esiyymmärrystä aiheesta sekä teoriassa että käytännössä. (Hirsjärvi & Hurme 2014: 136, Eskola 2001: 135–140.)

Teoriasidonnaisen otteen avulla tässä tutkimuksessa pystytään yhdistämään teoriaa ja empiriaa koko tutkimusprosessin ajan. Tutkittavasta ilmiöstä ei ole olemassa valmiita teoreettisia malleja, mutta joukkorahoituksen, sijoituskäyttäytymisen ja ostopäätösprosessin teorioiden avulla voidaan kuitenkin hahmottaa aineiston keräämisen kannalta olennaisia asioita. Empiirinen aineisto puolestaan auttaa tarkentamaan ja täydentämään tutkittavia asioita kontekstissaan, eli osakepohjaisessa joukkorahoituksessa.

Tutkimuksen empiirinen aineisto kerätään teemahaastattelujen avulla. Se on sopiva haastattelumuoto, kun haetaan tietoa uusista ja vähemmän tunnetuista ilmiöistä. Nimensäkin mukaisesti tämän tyylin haastattelut kohdennetaan tiettyihin keskeisiin teemoihin, joista keskustellaan. Yleensä teemat suunnitellaan perehtymällä ensin tarkasti kirjallisuuteen tutkittavasta aiheesta. Tarkoituksena ei ole esittää haastateltaville tarkkoja kysymyksiä vaan keskustella avoimesti ennalta sovituista teemoista. Tällöin haastateltavilla on mahdollisuus kertoa avoimesti kokemuksistaan, ajatuksistaan ja tunteistaan. Ihmisten tulkinnat asioista ja heidän asioille antamansa merkitykset ovat keskeisessä roolissa. Jotta keskustelevat haastattelut olisivat mahdollisia ja niistä saataisiin tutkimuksen kannalta olennaista aineistoa, on

haastateltavien tunnettava käsiteltävä aihe hyvin jo entuudestaan. (Hirsjärvi & Hurme 2014: 47–48, 66.)

Koska haastattelujen aihepiirit, eli teemat, ovat kaikille haastateltaville samat, teemahaastattelu on lähellä puolistrukturoitua menetelmää. Puolistrukturoidulle haastattelulle on ominaista se, että jokin asia haastattelun toteutuksesta on lyöty lukkoon, mutta ei kaikkia. Esimerkiksi asioiden käsittelyjärjestys voi olla vapaa, eli keskustelu voi edetä eri järjestyksessä ja laajuudessa eri haastateltavien kanssa. Teemahaastattelussa ei kuitenkaan ole tarkkoja kysymyksiä, kuten yleensä puolistrukturoiduissa haastatteluissa. Teemahaastattelut eivät ole myöskään syvähaastattelujen tapaan täysin vapaita, sillä keskustelu kohdennetaan tiettyihin teemoihin. (Hirsjärvi & Hurme 2014: 47–48, Yin 2011: 134–140.)

## **5.2 Haastattelujen ja aineiston analysoinnin toteutus**

Tässä tutkimuksessa haastattelujen keskeiset teemat (liitteet 1 ja 2) on valittu tutkimusongelmaa silmällä pitäen ja edellä esitetyn teoriakirjallisuuden pohjalta. Teemat liittyvät sijoittajien päätöksiin vaikuttaviin tekijöihin sekä ostopäätösprosessin vaiheisiin. Haastatteluissa keskitytään näihin ennalta suunniteltuihin teemoihin ja tavoitteena on keskusteleva ja vuorovaikutteinen tilanne. Kuten teemahaasteluille on ominaista, asioiden käsittelyjärjestys ja -laajuus voi vaihdella haastateltavien välillä. Koska haastattelujen eteneminen perustuu pitkälti haastateltavien tulkintoihin, kokemuksiin ja ajatuksiin, myös he voivat toimia tarkentajina haastattelun aikana sekä tuoda esille uusia teemoja (Hirsjärvi & Hurme 2014: 66–67).

Haastatteluita tehtiin yhteensä seitsemän ja kaikki kasvotusten. Ajankohta varattiin soittamalla valituille henkilöille, jonka jälkeen heille lähetettiin sähköpostilla haastattelun teemat, ei kuitenkaan tarkentavia kysymyksiä. Tarkoituksena oli, että haastateltavat voivat valmistautua aiheeseen, mutta eivät kuitenkaan voi suunnitella valmiita vastauksia kysymyksiin. Haastattelujen kesto vaihteli 30 ja 50 minuutin välillä. Keskustelut nauhoitettiin ja litteroitiin, eli kirjoitettiin puhtaaksi, heti haastattelujen jälkeen. Haastattelujen ja litteroinnin yhteydessä analysoitiin hieman myös keskustelun kulkua kirjoittamalla ylös huomioita. Hirsjärven ja Hurmeen

(2011: 119–121) mukaan eleet, ilmeet ja asennot on otettava huomioon haastattelutilanteissa, koska ne voivat välittää oman, puheesta poikkeavan viestin. Huomioita kirjoitettiin esimerkiksi haastateltavan painottaessa jotain asiaa erityisen voimakkaasti tai kun haastateltavan havaittiin empivän vastauksensa kanssa. Vastaaja saattoi myös sanoa epäsuorasti asioita niin, että haastattelijoilla oli selkeästi mahdollisuus ymmärtää sanoma oikein. Haastattelut tehtiin anonyymisti, jotta ihmiset kertoisivat valituista teemoista mahdollisimman avoimesti. Samasta syystä haastateltaville tehtiin selväksi ettei tutkimus ole minkään yrityksen toimeksianto.

Kuten edellä todettiin, uuden ilmiön tutkimisen ja teemahaastattelun onnistumisen kannalta on tärkeää, että haastattelujen aihe-alue on kaikille tuttu. Siksi haastatteluihin valittiin hyvin osakepohjaisen joukkorahoituksen tuntevia ja kokemuksia omaavia henkilöitä. Seitsemästä haastattelusta yhdessä haastateltiin osakepohjaisen joukkorahoituksen ammattilaisia ja lopuissa kuudessa haastattelussa sijoittajia.

Ammattilaisten haastatteluun valittiin kaksi osakepohjaisen joukkorahoituksen hyvin tuntevaa mieshenkilöä, joilla on useamman vuoden kokemus rahoitusta hakevien kasvuyritysten arvioinnista sekä sijoittajien kanssa toimimisesta. Ammattilaisten haastattelu tehtiin ensimmäisenä, ja molemmat haastateltavat olivat läsnä samassa tilanteessa, jotta he pystyivät täydentämään toisiaan ja keskustelusta saatiin laajempi. Haastattelu toteutettiin neutraalissa tilassa Oulun keskustassa. Tarkoituksena oli saada yleiskuva osakepohjaiseen joukkorahoitukseen sijoittavista henkilöistä seuraavien pääteemojen avulla: (1) potentiaaliset sijoittajat ja demografiset tekijät, (2) sijoittajien motiivit ja syyt sijoittamiseen, (3) ei-sijoittaneet ihmiset ja heidän päätöksentekonsa sekä (4) riskit ja niiden vaikutus sijoittamiseen. Lisäksi ammattilaisten haastattelu antoi tutkittavaan aiheeseen toisenlaisen näkökulman kuin sijoittajien haastattelut. Sijoittajille voi esimerkiksi olla vaikeaa nähdä itsestään kaikkia ostopäätökseen vaikuttavia asioita, joita puolestaan sijoitustuotetta esittelevät ammattilaiset näkevät. Tästä ensimmäisestä haastattelusta saadun lisäaineiston avulla oli vielä mahdollista tarkentaa sijoittajien haastatteluihin valittuja teemoja.

Sijoittajahaastatteluja tehtiin kuusi, joista viisi neutraalissa toimistotilassa Oulun keskustassa ja aikataulusyistä yksi haastateltavan omassa kodissa Haukiputaalla.

Haastateltavista yksi oli nainen ja loput miehiä. Osakepohjainen joukkorahoitus oli kaikille henkilöille tuttu aihe ja jokainen oli joskus harkinnut sijoitusta kasvuyritykseen osakepohjaisen joukkorahoituksen kautta. Suurin osa haastateltavista oli tehnyt sekä myönteisiä että kielteisiä sijoituspäätöksiä osakepohjaisessa joukkorahoituksessa, joten aineistoa päätöksentekoon vaikuttaneista tekijöistä oli mahdollista saada molemmista. Sijoittajahaastatteluiden tarkoituksena oli kerätä aineistoa sijoittajien ajatusmaailmasta ja päätöksenteosta seuraavien teemojen avulla: (1) osakepohjainen joukkorahoitus yleisesti, (2) kiinnostuksen herääminen ja informaation etsintä, (3) sijoittamisen tavoitteet ja päätösprosessi, (4) osakepohjainen joukkorahoitus osana sijoitussalkkua, (5) referenssiryhmät, (6) impulsiivinen ostaminen sekä (7) taloudellisen tilanteen ja riskien vaikutus sijoittamiseen.

Analyysin tarkoituksena on erittelyn, luokittelun ja kuvailun avulla hahmottaa ja esittää tutkittavaa ilmiötä. Tavoitteena on ilmiön käsittäminen ja ymmärtäminen syvällisesti ja teoreettisesti. (Hirsjärvi & Hurme 2011: 143–145.) Tässä tutkimuksessa käytetään analyysitapana teemoittelua, koska sen avulla voidaan selkeimmin hahmottaa teemahaastatteluin kerättyä aineistoa. Teemoittelussa tarkastellaan aineistosta nousevia piirteitä, jotka ovat yhteisiä usealle haastateltavalle. Haastattelussa käytettyjen teemojen lisäksi analyysissä voi nousta esiin muitakin teemoja. (Hirsjärvi & Hurme 2011: 173–174.) Käytännössä aineisto järjestellään niin, että kustakin haastattelusta kootaan "leikkaa-liimaa" -periaatteella teemojen alle ne kohdat, joissa kyseisestä asiasta puhutaan. Haastateltavat voivat puhua jostain teemasta monessa eri kohdassa haastattelua ja tietokoneen tekstinkäsittelyllä nämä saadaan koottua kätevästi yhteen analysointia varten.

Laadullisessakin tutkimuksessa voidaan olla kiinnostuneita säännönmukaisuuksista ja tietyn tasoisesta yleistämisestä, minkä vuoksi aineistosta tarkastellaan myös erilaisia yhteyksiä tyypittelyn avulla. Tyypittelyssä asioita ryhmitellään tiettyjen yhteisten piirteiden perusteella ja tarkoituksena on tiivistää kokonaisuutta informatiivisesti. Tyypittelyssä ollaan kiinnostuneita myös poikkeamista ja epätyypillisyydestä, jotka voivat olla analyysin kannalta yhtä tärkeitä kuin säännönmukaisuudet. (Hirsjärvi & Hurme 2011: 173–175.)

## **6 SIOITTAJIEN OSTOPÄÄTÖSPROSESSI JA OSTOPÄÄTÖKSEEN VAIKUTTAVAT TEKIJÄT OSAKEPOHJAISSA JOUKKORAHOTUKSESSA**

Tässä luvussa syvennyttään empiiriseen aineistoon ja esitellään aineiston analyysi. Analyysi perustuu kirjallisuudesta sekä kerätystä aineistosta esille nousseiden teemojen pohjalle. Ensimmäisenä kuvataan tyypillisen sijoittajan piirteitä ja demografisia tekijöitä. Seuraavaksi tarkastellaan ostopäätösprosessin alkua, eli mistä sijoittajien kiinnostus ja tarve herää osakepohjaista joukkorahoitusta kohtaan. Viimeisessä osassa esitellään tarkemmin erilaiset sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät.

Analyysissä käytetään havainnollistamisen apuna suoria lainauksia haastatteluista. Kieltä on osin muokattu helppolukuisemmaksi karsimalla puheesta epäoleellisia täytesanoja. Myös lainausten asiayhteyttä on tarpeen mukaan selvennyt lukijaa ajatellen.

### **6.1 Tyypillinen sijoittaja ja demografiset tekijät**

Tyypillisten sijoittajien ja demografisten tekijöiden analyysi perustuu ammattilaisten haastattelusta saatuun aineistoon. Vaikka tässä tutkimuksessa ei olla tarkemmin kiinnostuttu siitä, ketkä osakepohjaiseen joukkorahoitukseen sijoittavat, on ostopäätösprosessin ymmärtämisen kannalta tärkeä tietää yleiskuvaa sijoittajista. Demografiset tekijät voivat nimittäin olla ratkaisevia sijoituspäätöksen ja sijoituskäyttäytymisen kannalta, kuten tässä luvussa käy ilmi.

Asiantuntijoiden mukaan tyypillisin sijoittaja on noin 35–50 -vuotias, työuralla jo pidempään ollut henkilö, joka on ehtinyt kartuttaa varallisuuttaan. Sijoittajat ovat suurimmalta osin hyvin toimeentulevia henkilöitä. He ovat työssäkäyviä, ylempiä toimihenkilöitä ja yrittäjiä, harvemmin "duunareita". Miehet ovat ahkerampia sijoittamaan osakepohjaisiin joukkorahoitustuotteisiin, sillä ammattilaisten arvion mukaan noin 75% heidän tuntemistaan sijoittajista on miehiä.

Asiantuntijoiden mukaan suurin osa sijoittajista on aikaisemmin harrastunut perinteistä pörssiosake- ja rahastosijoittamista. Myös asuntosijoitukset ja



metsäomistukset ovat yleisiä. Asiantuntijoiden mukaan noin 90% sijoittajista on niin sanotusti passiivia sijoittajia, jotka eivät aktiivisesti käy kauppaa. Sijoittajissa on myös asiakkaita, joilla ei juurikaan ole sijoituksia, mutta ovat halunneet lähteä etsimään ”lottovoittoa”. Sijoitusvarallisuus on asiantuntijoiden mukaan keskiarvolta noin 100 000€. Varakkaammat sijoittajat nostavat keskiarvoa, koska heidän sijoitusvarallisuutensa on miljoonia euroja. Sijoitusvarallisuuden mediaani on arvioilta 60 000-70 000€ välissä.

Demografisista tekijöistä siis ikä, ammattiasema ja taloudellinen tilanne ovat merkittävimpiä huomioon otettavia tekijöitä. Useimmilla osakepohjaiseen joukkorahoitukseen sijoittavilla henkilöillä on vakaa taloudellinen tilanne ja varallisuutta sen verran, että he omasta mielestään voivat tehdä riskisempiä sijoituksia, eikä sijoituksen tekeminen vaikuta heidän normaaliin elämään tai elämänlaatuun. Haastateltavat käyttivät monesti sanaa ”irtoraha”, jolla he viittasivat käytettävissä olevaan varallisuuteen, joka jää käteen päivittäisen elämän kulujen jälkeen. Lainarahalla ei juurikaan olla valmiita panostamaan tähän sijoitustuotteeseen. Demografiset tekijät ovat sidoksissa toisiinsa, sillä ikä ja ammattiasema vaikuttavat myös taloudelliseen tilanteeseen. Iäkkäämmillä henkilöillä varallisuus on ehtinyt kasvaa kauemmin ja korkeapalkkaisesta ammattiasemasta jää usein enemmän rahaa käytettäväksi.

## 6.2 Kiinnostuksen herääminen

Analyysistä ilmenee muutamia selkeitä asioita, jotka herättävät sijoittajissa kiinnostuksen tai tarpeen. Yleisellä tasolla sijoittajat näkevät osakepohjaisen joukkorahoituksen yhtenä allokoinnin, eli hajauttamisen, välineenä. Hajauttamalla varallisuuttaan useisiin erilaisiin tuotteisiin sijoittajat pyrkivät pienentämään sijoitussalkun kokonaisriskiä. Ammattilaistenkin mukaan suurin osa sijoittajista on laajentamassa salkkuaan juuri hajauttamisen näkökulmasta. Osakepohjaisen joukkorahoituksen asema sijoittajien salkuissa on usein pieni, koska riski koetaan suureksi. Riskinottoa vastaan toivotaan myös suurempia tuottoja kuin muista sijoitustuotteista. Ammatillaiset näkevät asian samalla tavalla kuin sijoittajat:

"Sijoittajilla pienempituottoisia sijoituksia pohjalla ja osakepohjaisella joukkorahoituksella haetaan lisätuottoja. On mahdollisuus saada moninkertainen tuotto pääomalle. Suurin motiivi on, että haetaan pienellä osalla omaa sijoitusvarallisuutta isoa tuottoa." [ammattilaisten kommentti]

Tarkemmin osakepohjaista joukkorahoitusta kohtaan kiinnostus herää kasvuyritysten suuren nousu- ja tuottopotentiaalin, innovaatioita kohtaan koetun viehätyksen ja tuotteen uutuuden kautta. Haastateltavia kiehtoo selkeästi mahdollisuus päästä mukaan kasvaviin nuoriin yrityksiin ja sitä kautta myös hyötymään omalta osaltaan niiden arvonnoususta. Tuottomahdollisuuksia nostaa se, että sijoittajat pääsevät halutessaan osakkaiksi varhaisessa vaiheessa yritysten elinkaarta.

"Kasvupotentiaali ja tässä nyt ennen kaikkea on ollu se, että tosi kiinnostavia firmoja ollu."

"Uudenlainen sijoitustuote ja muutenki oli kiinnostanu sellanen, että pääsis aikasessa vaiheessa mukaan. Sillon se potentiaalinen tuotto on toki isompi kun pääsis aikasessa vaiheessa mukaan."

Kasvuyrityksillä on usein myös innovatiivisia tuotteita tai muuten innovatiivista liiketoimintaa, joiden kehittämiseen rahoitusta haetaan. Innovaatiot tekevät osaltaan kasvuyrityksistä kiehtovia ja sijoittajat tutustuvat niihin mielenkiinnolla. Osa haastateltavista näkee, että juuri innovatiivisuus yrityksissä on se asia, joka erottaa kasvuyritys- ja pörssisijoittamisen toisistaan. Innovaatioiden ja liiketoiminnan kehittymistä ollaan valmiita seuraamaan pidemmälläkin aikavälillä, mitä selittää se, että osakkuuden kautta sijoittajat kokevat olevansa osa yrityksen kasvuprosessia.

"Vaihtoehtoja enemmän ja erilaisia asioita. Uusimpia juttuja. Pörssiyhtiöt olleet jo kauan pörssissä, näyttäneet kyntensä. Monenlaisia uusia teknologioita ja uusien innovaatioiden aikaan saamia asioita...perinteisessä tulee harvoin uutta juttua."

"Kyllä se kiehtoo, kun kuulee meneekö näillä kasvuyrityksillä hyvin. On se tietysti taloudellisesti kiinnostavaa, mutta on se muutenkin mukava seurata ja kuulla. Niitä mitä rahoittaa niin tulee sitten seurattua enemmänkin."

Pörssisijoittamiseen nähden osakepohjainen joukkorahoitus on sijoitustuotteena vielä erittäin uusi. Se tarjoaa sijoittajille erilaisia mahdollisuuksia kuin perinteinen pörssi- tai rahastosijoittaminen. Aiemmin kasvuyrityksiin ovat päässeet osakkaaksi lähinnä ammattisijoittajat tai varakkaat bisnesenkelit, eivät niinkään piensijoittajat. Osakepohjainen joukkorahoitus on itsessään innovatiivinen tuote ja uudet mahdollisuudet näyttävät herättävän sijoittajissa mielenkiintoa ja uutuudenviehätystä.

"On varmasti sekin [tuotteen uutuus] yksi syy. Itteä vaan kiinnostaa uudet asiat. Uusia innovaatioita ja uusia juttuja, joista voi tulla tosi isoja juttuja, ehkä se on se suurempi syy."

Analyysissä nousee esille mielenkiintoinen huomio siitä, kuinka merkittävä rooli välittäjällä voi olla kiinnostuksen ja tarpeen heräämisessä. Syy tähän on aineiston perusteella se, että uusi sijoitustuote ei ole vielä kovin laajan yleisön tiedossa. Vaikka innovaatiot ja kasvuyritykset kiinnostavat sijoittajia, niitä ei osata etsiä eikä välttämättä tiedetä, että joukkorahoituksen kautta niihin on mahdollista sijoittaa. Aiemmin sijoituskohteita on voinut löytää lähinnä omien kontaktien kautta ja siksi ne ovat olleet useimpien piensijoittajien ulottumattomissa. Osakepohjaisen joukkorahoituksen yleistymisen on tuonut kasvuyrityksiin sijoittamisen suuremman yleisön tietoisuuteen ja välittäjillä näyttää olevan merkittävä rooli tietoisuuden levittämisessä ja kiinnostuksen herättämisessä. Esimerkiksi kokenut, aikaisemminkin kasvuyritysten osakkuuksiin investoinut haastateltava, totesi seuraavaa kysyttäessä kiinnostuksen heräämisestä:

"Hyvä, että tullut välittäjiä. Aikaisemmat [kasvuyritys]sijoitukset tutun tai tutun tutun kautta tulleita kontakteja."

### 6.3 Sijoituspäätökseen vaikuttavat tekijät

#### 6.3.1 Informaatio

Informaatio sijoituskohteena olevasta yrityksestä vaikuttaa sijoittajan päätöksentekoprosessiin. Sijoittajat saavat informaatiota rahoituksessa olevasta yrityksestä suoraan välittäjänä toimivalta myyntiorganisaatiolta. Lakisääteiset sijoittajaesitykset pitävät sisällään tiedot yrityksen toimialasta, tuotteesta/tuotteista, strategiasta, tulevaisuuden potentiaalista, yrityksen johtotiimistä ja tunnusluvuista. Valtaosalle sijoittajista välittäjän ja rahoituksessa olevan yrityksen yhdessä luoma materiaali on tarpeeksi informatiivinen ja kattava. Sijoittajien omat näkemykset yrityksen markkinapotentiaalista, tuotteista ja strategiasta ovat myös keskeisessä osassa päätöksentekoprosessia.

Välittäjän rooli informaation esittämisessä on tärkeää. Rahoituksen kohteena olevat yritykset on jo valmiiksi tarkastettu ja osa rahoitusta hakevista yrityksistä ei pääse rahoituskierrokselle. Välittäjän rooli poistaa sijoittajilta ison työn yrityksen taustan selvittämisestä.

”Jos ei ole välikättä, niin se on kauhean iso homma alkaa itse selvittämään yrityksen taustaa.”

”Ennen tiedon kerääminen on ollut äärimmäisen vaikeaa.”

Sijoittajat käyttävät yrityksestä saatua tietoa hyvin eri tavoin hyväkseen ja toiset painottavat informaatiota selkeästi enemmän kuin toiset. Varsinkin kokeneemmat sijoittajat tutustuvat hyvin tarkasti yrityksestä annettuun informaatioon ja pyytävät tarvittaessa lisäinformaatiota. Tunnusluvut sekä yrityksen henkilökunta ovat kokeneemmille sijoittajille tärkeässä roolissa. Varsinkin eräs haastateltava, jonka voidaan ajatella olevan kokenut sijoittaja, sanoi tutkivansa yrityksen materiaalin hyvin tarkasti.

”Käyn aina läpi kaikki tunnusluvut ja niin edelleen ja tarvittaessa kyselen asioista.”

Informaation saatavuus vaihtelee huomattavan paljon pörssissä noteerattujen osakeyhtiöiden ja osakepohjaisessa joukkorahoituksessa olevien yhtiöiden välillä. Pörssiyhtiöiden informaatio on julkista ja helposti saatavilla olevaa, kun taas osakepohjaisessa joukkorahoituksessa olevan yrityksen informaatio voi olla huomattavasti vaikeampaa saada ja löytää. Tämä tuo myös sijoittajalle huomattavaa lisätyötä, jos lisäinformaatiota halutaan etsiä. Tämä tekee myös vaihtoehtojen arvioinnin haastavaksi.

”Osakepohjaisessa joukkorahoituksessa vertailu on paljon vaikeampaa. Nämähän ovat etupäässä alkavia yrityksiä... Pörssiyhtiöissä tieto on saatavilla helpommin ja sehän on julkista.”

”Sulla on olemassa olevasta yrityksestä paljon enemmän tietoa ja siihen pystyy keskittyä rauhassa. Kun tuossa joukkorahoituksessa sulle soitetaan ja sä meet kuunteleen ja kierrokset hurahtaa nopeesti. Se on sellanen intuitio homma tuo kyllä.”

Sijoittajat, joiden sijoituspäätös on rationaalinen, tutustuvat yrityksen materiaaleihin huomattavasti tunnepohjaisia sijoittajia enemmän. Pelkkä materiaali ja tiedot yrityksestä voivat jo itsessään ratkaista sijoituspäätöksen. Tunnepohjaisille sijoittajille yrityksen materiaalilla on selkeästi vähemmän merkitystä. Osa sijoittajista ei etsi lisätietoa rahoituksessa olevista yrityksistä vaan he luottavat hyvin paljon välittäjän ja yrityksen yhdessä tuottamiin sijoitusmateriaaleihin.

”En mä niin perusta niistä taloudellisista luvuista vaan vähän enemmän sellaisella musta tuntuu tuntumalla ja millaisen potentiaalinen kokee itse siinä firmassa. Se on kuitenkin sellainen aika ratkaiseva tekijä. Sellaisella maalaisjärjellä kun aattelee sitä bisnestä ja miten se pyörii, ei suoraan lukujen valossa.”

### 6.3.2 Sisäiset tekijät

Voiton tavoittelu on selkeästi sijoittajien tärkein motiivi osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Sijoittajat jopa korostavat hakevansa isoja tuottoja.

Arvonnousua ajatellen kasvuyritysten tuottopotentiaali on suuri ja korkeaa riskinottoa vastaan sijoittajat haluavat myös verrattain korkeampaa tuottoa. Sijoittajat ovat tietoisesti valmiita menettämäänkin rahansa suurta voittoa tavoitellessa. Jotkut jopa mieltävät rahat hävityiksi sijoitusta tehdessään. Heille kaikki raha, joka tulee takaisin päin, on plussaa. Osa haastateltavista jopa viittasi tuotontavoittelusta puhuttaessa "hieman todennäköisempään lottoon".

"Rahan monistaminen on ainut tavoite."

Vaikka voitonhaku on selkeästi yhteinen motiivi sijoittajille, sijoituspäätöksen taustalla vaikuttaa hyvin erilaisia syitä. Merkittävintä on huomata kuinka tunteet ja "fiilikset", eli *emotionaaliset tekijät*, vaikuttavat sijoituspäätökseen. Haastateltavien joukossa oli sekä rationaalisuutta, että tunteita korostavia henkilöitä. Osa myönsi suoraan, että on tehnyt sijoituspäätöksen pelkästään tunteiden ja oman intuition perusteella.

"Sijoitus perustui enemmän tunteisiin...Se on vähän sellanen intuitio homma tuo [kasvuyritykseen sijoittaminen]".

Emotionaaliset tekijät ovat merkittävä osa ostopäätösprosessia. Kaikki haastateltavat toivat esille, että tunteet tai tuntumat ovat jollain tasolla vaikuttaneet lopulliseen päätökseen. Haastateltavat, jotka korostivat järkiperusteisia syitä sijoituspäätöksen taustalla, sanoivat lopulta oman tuntuman yrityksen potentiaalista olleen ratkaiseva tekijä sijoituspäätöksessä. Esimerkiksi kokenut sijoittaja, joka korosti päätöksentekoprosessissaan yrityksestä tarjolla ollutta informaatiota, totesi seuraavasti:

"Sitten yhtäkkiä tulee että hei tuohon mä lähden. Se tulee sitten heti, vaikka katsoo kaikkia materiaaleja ja kyselee kysymyksiä ja saan vastauksia niin kyllä se on se fiilis siinä. Se syntyy siinä tekemisen ja selvittämisen aikana se tunne, joka sitten voimistuu johonkin suuntaan."

Sijoittajan tunne tai "fiilis" yritystä kohtaan voi toki vaikuttaa myös negatiivisesti lopulliseen päätökseen, vaikka lukujen perusteella yritys voisikin olla hyvä sijoituskohde.

"Pääsääntöisesti teen [sijoituspäätöksen] niiden firmojen papereilla ja niillä vois lähteä, mutta se tulee ittellä joku sellanen että tuohon mä en lähde. En osaa sanoa yksittäisiä asioita et miksi en oo lähteny, mutta kyllä se on se fiilis miksi en oo lähteny."

Sijoittajalle syntyvään fiilikseen voivat vaikuttaa myös henkilökohtaiset mielenkiinnon kohteet. Tällä tarkoitetaan esimerkiksi sijoittajan omaa kiinnostusta tai tietotaitoa jotain tiettyä toimialaa tai teknologiaa kohtaan. Jos sijoittaja ei ymmärrä yrityksen toimialaa ja sitä kautta yrityksen menestymismahdollisuuksia, hän ei todennäköisesti osallistu sen rahoittamiseen. Tähän liittyy läheisesti informaation ja tietouden merkitys, joita jo edellä käsiteltiin.

"Itteä kiinnostaa se tuote niinkö lähtökohtaisesti. Kiinnostaa se ala tai se tuote tai se markkina. Ja sitten tietenkin millasena ite kokee sen tuottopotentiaalin siinä. Esimerkiksi näitä sovelluksia...niin en oo kokenut niitä omaksi jutuksi vaikka niissä se iso potentiaali onkin."

Teoriassa esille tulleet ekspressiiviset ja symboliset motiivit nousivat esiin myös aineistosta. Niiden merkitys ei kuitenkaan ollut niin suuri kuin saattoi olettaa. *Ekspressiivisistä tekijöistä* innovatiivisen käytöksen voidaan nähdä ajavan sijoittajia osallistumaan osakepohjaiseen joukkorahoitukseen myös aineiston perusteella, sillä osa haastateltavista sijoittaa pelkästä halusta olla mukana innovatiivisten tuotteiden kehityksessä. Sijoittajat eivät puolestaan kokeneet hakevansa toiminnallaan tiettyä asemaa tai statusta eikä tunnustuksen saaminen korostu sijoitusvaiheessa. Sijoittajat eivät juurikaan kerro kenellekään tekemistään sijoituksista. Haastateltavien mukaan näin on myös muiden sijoitustuotteiden kohdalla, ja syynä saattaa olla se, että raha-asioista ei haluta puhua muiden kuin ehkä lähimpien ihmisten kanssa. Näyttää siltä, että osakkuus kasvuyrityksessä on enemmän oman itsetunnon kohottamiseen liittyvä asia, ja siitä voidaan kokea tyytyväisyyttä. Tieto pidetään kuitenkin itsellä ja ylpeyttä

koetaan vasta sitten, jos tulee menestystä. Tällöin ollaan myös valmiita kertomaan asiasta muillekin ihmisille.

*Symbolisilla*, kuten yhteiskunnallisilla tai eettisillä tekijöillä, havaittiin olevan vain vähän merkitystä päätöksen kannalta. Suurin osa haastateltavista mietti niiden merkitystä vasta siitä suoraan kysyttäessä. Suomalaisten yritysten tukeminen nähdään toki positiivisena ja tärkeänä asiana yleisen kehityksen kannalta. Poikkeuksiakin havaittiin, sillä yksi sijoittaja halusi lähteä kasvuyritykseen osakkaaksi nimenomaan tukeakseen sen kehitystä:

"Nimenomaan tukeminen on siellä [pätöksen taustalla] se. Ei sinällään ole minun tavoite vaan haluan tukea yritystä. Epäitsekästä sijoittamista niin sanotusti."

### 6.3.3 Ulkoiset tekijät

Referenssiryhmät vaikuttavat sijoittajan ostopäätösprosessin eri vaiheissa. Analyysissä ilmenee, että varsinkin perheenjäsenten, ystävien ja muiden sijoittajien rooli voi olla merkityksellinen. Sijoittajat hakevat tukea omalle päätökselleen referenssiryhmien kautta varsinkin, jos osakepohjainen joukkorahoitus on vielä tuntematon sijoitusmuoto. Haastatteluista käy ilmi, että sijoittajat hakevat etenkin lisäinformaatiota referenssiryhmiltään. Esimerkiksi rahoituksen kohteena olevan yrityksen toimiala voi olla tuntematon ja siihen haetaan lisätietoa referenssiryhmien kautta.

"Ajatellaan esimerkiksi terveysteknologian alan yrityksiä, niin totta kai, jos on lääkäri tai sillä alalla töissä oleva, niin mikäli kohdeyhtiöllä on jo asiakkauksia Suomessa niin kyselevät sieltä." [ammattilaisten kommentti]

"Referensseiltä haen enemminkin tukea esimerkiksi tälle alalle."

Myös muiden sijoittajien rooli korostuu. Nopeasti täyttyvät rahoituskierrokset voivat tuoda positiivista vaikutusta sijoituspäätökseen. Haastattelut osoittavat, että muiden



sijoittajien osallistuminen rahoituskierroksille voi lisätä yksittäisten sijoittajien päätöksenteon nopeutta. Tämä näyttää korostuvan varsinkin sijoittajilla, jotka tekevät päätöksiä enemmän tunnepohjaisesti.

”Toki vaikuttaahan se siinä, jos on mielenkiintoinen yhtiö, niin onhan siihen lähtenyt tai lähtemässä paljon muitakin mukaan. Sehän se tietenkin on se yksi vaikutin siinä ja siksi sitä tehdäänkin varmasti nopeasti se päätös.”

”Totta kai, jos on heti mennyt iso osa, niin se voi ehkä pikkusen tuoda sellaista positiivista vaikutusta siihen sijoituspäätökseen, että muutkin on lähteneet tähän mukaan.”

Osa haastateltavista sanoo hakevansa tukea vertaissijoittajilta ja medialta myös muussa sijoittamisessa. Vertaissijoittajien vaikutus on yhdellä haastateltavalla varsinkin pörssiosakkeissa vaikuttava tekijä sijoituspäätökseen. Osakepohjaisessa joukkorahoituksessa vertaissijoittajien tuki tuo enemmänkin vahvistusta rahoituksessa olevan yhtiön potentiaalista.

”Nordnetissä on tuo vertaissijoittajapuoli [Shareville -verkkopalvelu], joka vaikuttaa jonkun verran pörssisijoittamiseen.”

”Enemmän mennyt median ja muiden sijoittajien käyttäytymisen mukaan [pörssisijoittamisessa].”

#### 6.3.4 Luottamus

Luottamus on tärkeässä roolissa sijoittajan ostopäätösprosessin eri vaiheissa. Haastatteluista nousee esille luottamus välittäjän kykyyn arvioida rahoitusta hakevia yrityksiä, luottamus välittäjän myyntihenkilöstöön (konsulttiin) sekä luottamus välittäjän ja yrityksen yhdessä rakentamaan sijoitusmateriaaliin. Luottamus rakentuu sijoittajan ja välittäjän myyntihenkilöstön välisessä tapaamisessa, jossa käydään läpi välittäjän rooli rahoitusta hakevien yritysten valinnassa ja esitellään rahoituksessa olevat yritykset.

”Luottamus pitää syntyä. Luottamuksesta se lähtee koko homma. Oli se sitten välikäden kautta tehtävä tai sitten suoraan.”

”Pitää luottaa paljon välikäteen ja myyjään, että osaa valita potentiaaliset yhtiöt ja esitellä ne. Henkilökohtaisella myyjällä 100% vaikutus sijoitusta tehdessä. Luotin myyjään, niin nimenomaan sen takia sijoitin.”

Myös luottamus sijoituskohteena olevaan yritykseen on tärkeää. Joissakin tapauksissa luottamus voi syntyä välittäjän ja sijoittajan välille, mutta luottamusta rahoitusta hakevaan yhtiöön ei synny. Näissä tapauksissa sijoittaja ei todennäköisesti sijoita. Rahoitusta hakevan yrityksen heikko henkilökunta, varsinkin johto, on aineiston perusteella sellainen asia, mikä voi aiheuttaa negatiivisen sijoituspäätöksen.

”Sitten on ollut sillä tavalla, että kohdeyhtiössä on ollut tiimi, jossa on ollut joku henkilö, joka on yksinkertaisesti ei. Etenkin valvutuneimmilla sijoittajilla. Luottamus kohdeyhtiöön vaikuttaa, jos ei luota ei sijoita.” [ammattilaisen kommentti]

”Riippuu siitä johdosta. Siellähän voi olla vaikka minkälaisia tumpeloita johtoportaan. Vaikka olisi kuinka hyvä case niin he voivat ajaa sen kumoon.”

Useisiin kohteisiin sijoittaneet asiakkaat luottavat välittäjän ja konsultin kykyyn valita heille sopivat yritykset. Tällöin yrityksen sijoitusmateriaalin merkitys varsinkin tunnepohjaisilla sijoittajilla pienenee ja luotetaan konsultin kykyyn valita sopiva kohdeyhtiö sijoitukselle. Asiakkaalla itsellä ei välttämättä ole tarvittavaa tietotaitoa sijoituksen tekemiseen.

### 6.3.5 Toiminnalliset tekijät

Analyysissä ilmenee uutena asiana toiminnalliset tekijät, joilla viitataan itse sijoitustuotteen piirteisiin. Tiedyt piirteet voivat tehdä tuotteesta miellyttävän, mikä

puolestaan kasvattaa mielenkiintoa sijoittamista kohtaan. Tällaisia ovat aineiston perusteella esimerkiksi sijoitustuotteen helppous ja ymmärrettävyys.

Jos sijoittajat ymmärtävät tuotteen ja esimerkiksi siihen liittyvät kulut ja tuottomahdollisuudet hyvin, heidän on myös helpompi arvioida sen sopivuutta omaan sijoitustoimintaan. Haastateltavat kokevat osakepohjaisen joukkorahoituksen helposti ymmärrettäväksi sijoitustuotteeksi ja näyttävät arvostavan sitä. Osa vertasi toiminnallisuutta pörssiosakkeisiin, joita harkitessa esimerkiksi informaation suuri määrä voi aiheuttaa niin sanottua "infoähkyä". Pörssisijoittaminen voidaan kokea erittäin työlääksi ja aikaa vieväksi tavaksi sijoittaa. Osakepohjaisesta joukkorahoituksesta puhutaan puolestaan helppona ja yksinkertaisena, vähän aikaa vievänä tapana sijoittaa.

"Osakepohjainen joukkorahoitus ollut helpompi tapa [sijoittaa]. Ei tarvitse seurata ja reagoida jatkuvasti... Pörssi on taas sitä, että pitäisi olla aika paljon tietoa. Tuntuu, että meillä jotka ei paljon tiedetä niin laitetaan väärään kohteeseen."

"Mitä helpommalla [sijoittamisessa] pääsee niin sitä parempi, minusta ainakin."

Vaikka osakepohjaisessa joukkorahoituksessa yritysten välinen vertailu on vaikeampaa kuin pörssissä, tiedon rajallinen määrä voidaan kokea myös positiivisena ja sijoituspäätöksen tekemistä helpottavana asiana. Sijoittajien mukaan tämä voi johtua siitä, että pörssissä korostuu rationaalinen, esimerkiksi tunnuslukuihin, ennustettavuuteen ja asiantuntijoiden kommentteihin perustuva sijoittaminen, kun taas osakepohjaisessa joukkorahoituksessa edetään enemmän oman tuntuman ja sijoituskohteena olevan yrityksen herättämän potentiaalin mukaan. Toisaalta joissain tilanteissa tiedon rajallinen määrä ja osakepohjaisen joukkorahoituksen sijoitusten heikko likvidiys voi olla negatiivinen asia tuotteen toiminnallisuuden ja sijoituspäätöksen kannalta.

"Ois voinukki lähteä, jos ois rahaa ollu. Oon kokenu että se pörssi on ollut parempi vaihtoehto laittaa rahoja. Tai ehkä tää [osakepohjainen

joukkorahoitus] on kuitenkin pitkän aikavälin sijoitus eikä tätä pysty ite millään tavalla hallinnoimaan. Se on sillä tavalla mukavampi pitää sielä pörssissä, ku pääoma on täysin omassa käytössä."

#### 6.3.6 Välittäjän rooli

Välittäjä on kolmas osapuoli, jonka tarkoituksena on mahdollistaa rahoitusta hakevien yritysten ja sijoittajien kohtaaminen. Välittäjän rooli näyttää korostuvan etenkin kiinnostuksen herättämisessä ja informaation antamisessa. Aineiston perusteella välittäjä voi olla merkittävä osa sijoittajan ostopäätösprosessia osakepohjaisessa joukkorahoituksessa.

Haastattelujen perusteella sijoittajat eivät kokeneet tarpeelliseksi etsiä markkinoilta useampia eri välittäjiä. Suurin osa oli saanut ensikontaktin suoraan välittäjältä ja heidän välilleen oli muodostunut tietynlainen suhde. Sijoittajat arvostavat sitä, että voivat tarvittaessa keskustella asioista ja saada lisäinformaatiota. Luottamus on aineiston perusteella tärkeää sijoittajille. Sijoittajasuhteen lisäksi välittäjät pystyvät synnyttämään luottamusta myös sijoittajien ja rahoitusta hakevien yritysten välille, millä on puolestaan positiivinen vaikutus sijoituspäätösten kannalta.

"Joku [välittäjä] on pureksinut asian jo valmiiksi. Kyselee, kyselee, kyselee ja saa kysymyksiin vastaukset, se on se hieno juttu tässä [välittäjän kautta sijoittamisessa]."

## 7 JOHTOPÄÄTÖKSET

Tämän Pro gradu -tutkielman tarkoituksena on selittää ja lisätä ymmärrystä sijoittajien päätöksentekoprosessista osakepohjaisen joukkorahoituksen kontekstissa. Tässä luvussa annetaan vastaukset tutkimuskysymyksiin sekä esitetään teoreettiset ja liikkeenjohdolliset johtopäätökset. Lisäksi arvioidaan tehtyä tutkimusta ja annetaan muutamia jatkotutkimusehdotuksia.

### 7.1 Vastaukset tutkimuskysymyksiin

Tässä tutkimuksessa otettiin sijoittajan näkökulma osakepohjaiseen joukkorahoitukseen. Sijoittajien käyttäytymistä ja heidän sijoituspäätöksiinsä vaikuttavia tekijöitä ei vielä tunneta. Tutkimus toimiikin esitutkimuksena ja tarkoituksena on lisätä ymmärrystä tästä vähän tutkitusta aiheesta. Tutkimuksen tavoitteen saavuttamiseksi päätutkimuskysymys muotoiltiin seuraavasti:

*Miten sijoittajien päätöksentekoprosessia voidaan selittää ja ymmärtää osakepohjaisessa joukkorahoituksessa?*

Vastausta päätutkimuskysymyksen lähdettiin tarkastelemaan kahden alatutkimuskysymyksen avulla:

*Millaiset sisäiset ja ulkoiset tekijät vaikuttavat sijoittajien sijoituspäätöksiin osakepohjaisessa joukkorahoituksessa?*

*Miten sijoittajien ostopäätösprosessi rakentuu?*

*Ensimmäisen alatutkimuskysymyksen avulla oli tarkoitus löytää ja eritellä sisäisiä ja ulkoisia tekijöitä, jotka vaikuttavat sijoittajien sijoituspäätöksiin. Sisäiset tekijät liittyvät ihmisten motiiveihin ja voivat myös olla psykologisia tai sosiaalisia syitä sijoittamiseen. Tutkimuksen perusteella taloudelliset syyt ovat merkittäviä osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Sijoittajia kiehtoo rahoitusta hakevien yritysten arvonnousupotentiaali. Sijoitukselle halutaan usein isoa tuottoa ja tavoitteena on rikastua ja päästä hyötymään yritysten kasvusta.*

Toiseksi tunteet, eli emotionaaliset tekijät, voivat ohjata sijoittajien päätöksentekoa. Koska informaatiota sijoituskohteena olevista yrityksistä on usein rajallisesti saatavilla ja kasvuyritysten tulevaisuuden kehitystä on haastavaa ennustaa, ovat sijoittajien oma tuntuma ja intuitio mahdollisesti suurikin osa päätöksentekoprosessia. Tunne sijoituskohteesta ja sen mahdollisesta menestymisestä voi olla positiivinen tai negatiivinen. Positiiviset tunteet ohjaavat sijoittajaa myönteiseen päätökseen, negatiiviset kielteiseen. Sijoituspäätökset voivat perustua pelkästään tunteisiin, mutta usein järkiperusteiset ja emotionaaliset syyt kulkevat rinta rinnan. Tunteiden ja rationaalisuuden suhde vaihtelee eri sijoittajien välillä.

Myös symboliset ja ekspressiiviset tekijät voivat vaikuttaa sijoituspäätöksiin. Niitä ovat esimerkiksi tukemisen halu, yhteiskunnalliset syyt, itsetunnon vahvistaminen ja oman sosiaalisen statuksen määrittäminen. Ne toimivat kuitenkin usein vahvistavina tekijöinä sijoittajien päätöksenteossa ja harvemmin niiden perusteella tehdään suoraan sijoituspäätöstä.

Sisäisiksi tekijöiksi voidaan laskea myös demografiset sekä henkilökohtaisiin mielenkiinnon kohteisiin liittyvät asiat. Ikä, taloudellinen tilanne ja ammattiasema voivat olla merkittävässä roolissa siinä, että osakepohjaisen joukkorahoituksen harkitseminen sijoitustuotteena on edes mahdollista. Riskit ovat suuret ja siksi sijoituksia tehdään vasta sitten, kun taloudellinen tilanne ja varallisuus sen mahdollistavat. Taloudellinen tilanne voi olla ratkaiseva tekijä, vaikka muuten henkilö haluaisikin tehdä sijoituksen. Myös pienemmän varallisuuden omaavat henkilöt tekevät sijoituksia, mutta selkeästi vähemmän. Omat mielenkiinnon kohteet sen sijaan vaikuttavat lähinnä kiinnostuksen heräämiseen ja sitä kautta sijoituspäätökseen. Mielenkiinto voi kohdistua esimerkiksi tiettyyn toimialaan, tuotteeseen tai teknologiaan.

Sijoituspäätökseen vaikuttavia ulkoisia tekijöitä ovat puolestaan referenssiryhmät, informaatio, välittäjä sekä sijoitustuotteen toiminnalliset tekijät. Tutkimuksessa huomattiin referenssiryhmillä olevan merkitystä sijoittajien sijoituspäätöksiin. Referenssiryhmiin kuuluvat sijoittajan perheenjäsenet, ystävät ja muut sijoittajat. Tässä tutkimuksessa varsinkin perheenjäsenten ja muiden sijoittajien rooli on merkityksellinen sijoittajan sijoituspäätöksen kannalta. Sijoittajat hakevat lisätietoa

ja tukea päätökselleen omilta referenssiryhmiltään. Osakepohjaisessa joukkorahoituksessa muiden sijoittajien tuki rahoitettavaa yritystä kohtaan tuo sijoittajalle vahvistusta yrityksen potentiaalista. Muiden sijoittajien rooli lisää tunnepohjaisten sijoittajien päätöksenteon nopeutta varsinkin nopeasti täyttyvillä rahoituskiirroksilla.

Saatavilla oleva informaatio rahoituksessa olevasta yrityksestä vaikuttaa sijoittajan päätöksentekoprosessiin. Sijoittajat käyttävät yrityksestä saatua informaatiota eri tavoin hyväkseen. Varsinkin kokeneemmille sijoittajille yrityksen sijoitusmateriaaliin tutustuminen on tärkeässä osassa. He haluavat tutustua tärkeimpiin tunnuslukuihin ja yrityksen henkilöstöön ennen sijoituspäätöksen tekemistä, jotta voivat tehdä sijoituksen tietäen faktat yrityksestä. Tällä tavoin he pyrkivät välttämään epävarmuutta ja vähentämään riskiä sijoituksessaan valittuun kohdeyhtiöön. Kyseiset sijoittajat tekevät sijoituspäätöksensä hyvin rationaalisesti. Sijoittajat, jotka tekevät sijoituspäätöksensä tunnepohjalta, eivät tutustu yrityksen sijoitusmateriaaleihin yhtä tarkasti. Heidän päätöksenteossaan luottamus välittäjään kohdeyhtiön valinnassa on suuremmassa arvossa kuin sijoituskohteena olevan kohdeyhtiön tunnusluvut ja henkilöstö.

Tutkimuksessa kävi ilmi, että välittäjällä voi olla suuri rooli sijoittajan sijoituspäätöksessä. Välittäjän rooli korostuu varsinkin informaation antamisessa. Välittäjä ja kohdeyritys rakentavat yhdessä sijoitusmateriaalin, jonka avulla sijoittaja voi tutustua kohdeyritykseen. Välittäjän henkilökunnan (konsultin) rooli on suuressa osassa sijoittajan luottamuksen rakentamisessa ja vahvistamisessa. Välittäjän tehtävänä on tutustuttaa sijoittaja osakepohjaisen joukkorahoitukseen sijoitustuotteena sekä kertoa sijoituskohteena olevista yrityksistä sijoittajalle.

Tutkimuksessa ilmenee uutena asiana toiminnalliset tekijät. Näillä viitataan itse sijoitustuotteena olevan osakepohjaisen joukkorahoituksen piirteisiin. Sijoittajat kokevat osakepohjaisen joukkorahoituksen helposti ymmärrettävänä sijoitustuotteena, jonka avulla on mahdollista hajauttaa sijoitussalkkua sekä pitkällä aikavälillä saada hyvää tuottoa sijoitettavalle pääomalle. Koska osakepohjainen joukkorahoitus on uusi sijoitustuote, herättää se kiinnostusta sijoittajissa sen mahdollisen tuottopotentialinsa ansiosta.

*Toisen alatutkimuskysymyksen* avulla selvitettiin sijoittajien ostopäätösprosessin rakentumista, jotta tutkittavasta aiheesta saataisiin kokonaisvaltainen ja kattava kuva. Ostopäätösprosessissa kiinnostuksen herääminen johtaa informaation etsintään ja sijoituksen arviointiin, ja lopulta koko prosessi päättyy kielteiseen tai myönteiseen sijoituspäätökseen.

Kiinnostus voi herätä varojen allokoinnin tarpeesta, uutuudenviehätyksestä, sijoitustuotteen korkeasta tuottopotentiaalista tai kiinnostuksesta innovaatiota kohtaan. Myös välittäjä voi toiminnallaan herättää sijoittajissa kiinnostuksen. Kun sijoittajalle on syntynyt tarve tai mielenkiinto sijoittaa johonkin rahoituksen kohteena olevaan yhtiöön, seuraavassa vaiheessa sijoittaja käsittelee saatavilla olevaa ja etsittyä informaatiota sijoituskohteesta. Informaation lisäksi sijoituskohteen arviointiin voivat vaikuttaa monet erilaiset sisäiset ja ulkoiset tekijät, joita edellä esiteltiin. Lopullinen ostopäätös syntyy kaikkien erilaisten tekijöiden ja sijoittajan omien piirteiden ja halujen pohjalta.

Tästä päästäänkin *päätutkimuskysymyksen* vastauksen avaamiseen, eli miten sijoittajien päätöksentekoprosessia voidaan selittää ja ymmärtää osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Yhteenvetona voidaan sanoa, että sijoittajan ostopäätösprosessi on monivaiheinen kokonaisuus, jossa lopulliseen päätökseen voi vaikuttaa moni eri tekijä ja asia. Kyseessä on hyvin itsenäinen päätöksentekoprosessi, joka riippuu paljon sijoittajan henkilökohtaisista piirteistä, tarpeista ja mielenkiinnon kohteista.

Osakepohjaisessa joukkorahoituksessa vaihtoehtojen arviointi voi olla hyvin haastavaa, koska sijoituskohteena olevista yhtiöistä on rajallisesti informaatiota tarjolla ja yhtiöt ovat usein niin varhaisessa vaiheessa elinkaartaan, että niiden tulevaisuuden menestysmahdollisuuksia on vaikea arvioida. Ehkä juuri tämän takia tunteet ja intuitio korostuvat osakepohjaisen joukkorahoituksen päätöksentekoprosessissa. Tunteiden ja järkiperusteisten tekijöiden suhde riippuu paljon siitä, millainen sijoittaja on kyseessä. Jotkut painottavat tässäkin sijoitusmuodossa järkiperusteisia syitä, mutta jotkut voivat sijoittaa pelkästään omien tunteiden ja uskomusten perusteella tutustumatta sen tarkemmin esimerkiksi kohdeyrityksestä tarjolla olevaan informaatioon. Psykologiset ja sosiaaliset tekijät



voidaan nähdä olennaiseksi osaksi päätöksentekoprosessin ymmärtämistä, eikä sitä voida selittää pelkästään taloudellisten ja numeeristen tekijöiden perusteella.

Päätöksentekoprosessin ymmärtämisessä on otettava huomioon myös ulkoiset tekijät, jotka voivat ratkaista lopullisen päätöksen suuntaan tai toiseen. Tutkimuksessa kävi esimerkiksi ilmi, että luottamus on yksi tärkeimmistä tekijöistä ostopäätösprosessissa. Esille nousi varsinkin luottamus välittäjään ja välittäjän myyntihenkilöstöön (konsulttiin) sekä luottamus välittäjän kykyyn arvioida rahoitusta hakevien yritysten potentiaali mahdollisina sijoituskohteina. Luottamuksen syntyminen rahoituskohteena olevaan yritykseen voi olla myös tärkeässä asemassa ajatellen myönteistä ostopäätöstä.

Välittäjän lisäksi referenssirymät voivat olla merkittävässä roolissa etenkin silloin, kun sijoittaja tarvitsee tukea päätöksenteossaan. Tuki korostuu erityisesti tilanteissa, joissa sijoittajalla itsellään ei ole tarpeeksi tietotaitoa tai kokemusta arvioida rahoitusta hakevaa yritystä, sen toimialaa tai menestymismahdollisuuksia. Tällaisissa tilanteissa sijoittajan ja välittäjän välinen luottamus voi korostua ja sijoitusmateriaalin (informaation) merkitys laskea. Syvässä kahdenvälisessä suhteessa sijoittajat voivat luottaa välittäjän ja konsultin kykyyn esitellä heille sopivat sijoituskohteet, jolloin oma harkinta voi vähentyä.

Riskien merkitystä päätöksentekoprosessin ymmärtämisessä ei voida ohittaa. Lähtökohtaisesti osakepohjaisessa joukkorahoituksessa on suuret riskit ja sijoittajat voivat menettää kaikki sijoittamansa rahat. Suuren riskin myötä sijoittajat myös haluavat suurempia tuottoja kuin muista sijoitusmuodoista. Mielenkiintoista on se, että riskeistä huolimatta sijoittajien mielenkiinto ja viehätys innovaatioita, yritysten kehittymismahdollisuuksia ja suuria tuottomahdollisuuksia kohtaan voi johtaa hyvinkin tunnepohjaisiin ostopäätöksiin.

## **7.2 Teoreettinen kontribuutio**

Tässä tutkimuksessa rakennettiin teorian pohjalta viitekehys sijoittajien ostopäätösprosessille. Sijoittajien ostokäyttäytymisestä ja ylipäättään osakepohjaisesta joukkorahoituksesta löytyi hyvin vähän aiempaa tutkimustietoa.

Teoriassa käsiteltiin siksi yleisemmällä tasolla joukkorahoitusta ja joukkorahoitukseen osallistumisen syitä ja tukea tutkimusongelman ratkaisemiseksi haettiin lisäksi käyttäytymisperusteisen taloustieteen kirjallisuudesta. Teoreettinen viitekehys muodostettiin kokoamalla tehdyt havainnot yhteen. Tässä teoreettisessa kontribuutiossa viitekehystä muokataan empiiristen havaintojen pohjalta ja tarkastellaan teorian ja empirian välisiä suhteita. Kontribuution tarkoituksena on lisätä ymmärrystä sijoittajien ostopäätösprosessista ja siihen vaikuttavista tekijöistä.

Empiirisen aineiston analyysin jälkeen voidaan todeta, että sijoittajan ostopäätösprosessi osakepohjaisessa joukkorahoituksessa on hyvin omakohtainen ja yksilöllinen tapahtuma. Päätöksenteko voi olla hyvinkin erilainen eri sijoittajien välillä. Lopullinen päätös syntyy henkilökohtaisen pohdinnan, uskomusten ja tunteiden mukaan. Asenteet, tietotaito, kokemukset ja omat mielenkiinnon kohteet ohjaavat kiinnostuksen heräämistä sijoittamiseen ja voivat vaikuttaa merkittävästi sijoituspäätökseen. Jo teoriassa oli viitteitä siitä, että osakepohjaisessa joukkorahoituksessa voivat vaikuttaa hyvin erilaiset motiivit ja syyt kuin perinteisempiin sijoitustuotteisiin sijoitettaessa (Lehner 2013).

Esimerkiksi pörssisijoittamisessa painottuvat ehkä enemmän rationaaliset tekijät. Informaatio pörssiyhtiöistä on julkista ja sitä on saatavilla paljon. Monet eri tahot antavat yrityksistä ennusteita, joita sijoittajat voivat seurata. Tulevaisuuden kehitystä on jokseenkin mahdollista ennakoida. Sen sijaan osakepohjaisessa joukkorahoituksessa sijoituskohteena olevista yrityksistä on rajallisesti informaatiota saatavilla. Lisäksi nuorien yritysten tulevaisuutta, ja sitä kautta sijoituksen tuottomahdollisuuksia, on haastavaa ennustaa. Sijoittajat joutuvat nojaamaan päätöksenteossaan enemmän omaan tulkintaan ja intuitioon.

Empiirinen aineisto tukee vahvasti teoreettisia havaintoja siinä, että taloudelliset ja emotionaaliset tekijät sekä informaatio vaikuttavat sijoittajan ostopäätösprosessiin. Niin kuin teoriassakin viitataan, osakepohjainen joukkorahoitus on selkeästi sijoittamista verrattuna muihin joukkorahoituksen muotoihin. Esimerkiksi Bretschneider ym. (2014) toteavat, että raha ja tuotto ovat merkittäviä motiiveja, kun puhutaan osakepohjaisesta joukkorahoituksesta. Sijoittajat uskovat yrityksen menestymiseen ja saavat sitä kautta mahdollisesti tuottoa sijoitukselleen.

(Belleflamme ym. 2014). Koska osakepohjainen joukkorahoittaminen on sijoittamista, taloudelliset tekijät ja voiton tavoittelu korostuvat päätöksentekoprosessissa. Sijoittajat kantavat osan yrityksen riskeistä ja aineiston perusteella tuottojen tavoittelu ohjaa vahvasti sijoittajien päätöksentekoa. Sijoittajat ovatkin tietoisesti valmiita menettämään rahansa suurta voittoa tavoitellessaan.

Taloudellisiin tekijöihin liittyen myös sijoittajan varallisuus voi olla merkittävä vaikuttava tekijä sijoituspäätöstä tehtäessä. Varallisuus voi vaikuttaa siihen, että sijoitusta ei pystytä edes harkitsemaan, vaikka kohde olisi mielenkiintoinen. Tiukemmassa varallisuustilanteessa osakepohjainen joukkorahoitus voidaan kokea liian riskisenä ja sijoittajat saattavat harkita muita sijoitustuotteita. Tällöin vaihtoehtojen arviointi korostuu.

Teoriassa havaittiin, että taloudellisten tekijöiden lisäksi emotionaaliset tekijät vaikuttavat sijoittamisessa ylipäättään. Esimerkiksi Puustinen (2012: 140) toteaa omassa väitöskirjassaan, että kokemukset ja sisältö ovat osa sijoituspäätöstä, koska sijoittajat arvostavat ja hakevat myös emotionaalisia hyötyjä ja arvoja. Tämän tutkimuksen aineiston perusteella juuri emotionaaliset tekijät voivat korostua merkittävästikin osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Mielenkiintoista on se, että sijoittajat voivat tehdä päätöksiä jopa ainoastaan oman tuntuman ja intuition perusteella. Tuntuma ja intuitio voivat kummuta esimerkiksi siitä, miten sijoittaja kokee kohteena olevan yrityksen kehitys- ja arvonnousupotentiaalin. Osittain syynä voivat olla myös yksittäisten sijoittajien omat mielenkiinnon kohteet, esimerkiksi jotain tiettyä toimialaa tai teknologiaa kohtaan. Yleensä sijoittamiseen liittyvässä kirjallisuudessa korostuvat rationaalisuus ja riskien ja tuottojen suhteen arvioiminen. Siksi onkin kiinnostavaa huomata, että tällaisessa korkean riskin sijoitustuotteessa tunteet voivat ajaa rationaalisuuden ohi ostopäätösprosessissa. Tämä tutkimuksen havainto antaa uutta näkökulmaa osakepohjaisen joukkorahoituksen kirjallisuuteen, sillä esimerkiksi Ahlers ym. (2012) toteavat aikaisemmassa tutkimuksessaan, että osakepohjaisessa joukkorahoituksessa sijoittajat näyttävät toimivan enemmän rationaalisin perustein.

Toisaalta tämä tutkimus antaa yhtäläisiä viitteitä aikaisempaan kirjallisuuteen myös siinä, että informaatio on ostopäätösprosessin kannalta tärkeää tässäkin sijoitusmuodossa. Tässä työssä kerätyn aineiston perusteella informaation merkitys

saattaa korostua etenkin kokeneemmilla ja ammattitaitoisemmilla sijoittajilla. Sijoittajat voivat kiinnittää huomiota informaatioon muun muassa etenemissuunnitelmista, riskitekijöistä ja exit -mahdollisuuksista. Teoriassa, esimerkiksi Ahlersin ym. (2012) mukaan, yrityksen antama ja yrityksestä tarjolla oleva informaatio vaikuttavat ihmisten sijoituspäätöksiin. He ovat jo aikaisemmin nostaneet esiin esimerkiksi selkeiden exit -mahdollisuuksien ja riskitekijöiden esittämisen olevan tärkeitä rahoitukseen osallistumisen kannalta. Lisäksi Moritz ym. (2015) ovat tehneet samanlaisia havaintoja. Aineistosta kävi ilmi, että myös yrityksen esittelemät asiat tuottopotentialiin liittyen ovat tärkeitä sijoittajille. Avoin viestintä näyttää pienentävän yrityksen ja sijoittajien välistä informaatiokuilua. Näin ollen rahoitusta hakevien yritysten kannalta on ensisijaisen tärkeää, että informaation yleisvaikutelma on avoin ja herättää luottamusta sijoittajissa. Teoriassakin muun muassa Beckett ym. 2000, Berglin & Stranberg (2013), Hoffmann & Broekhuizen (2010) ja Mollick (2013) korostavat yrityksen toiminnan läpinäkyvyyden tärkeyttä luottamuksen herättämisessä.

Tämä tutkimus tukee osittain myös teoreettisia havaintoja siitä, että ostopäätösprosessissa vaikuttavia tekijöitä voivat olla myös symboliset ja ekspressiiviset motiivit (Bretschneider ym. 2014, Gerber ym. 2011, Schwienbacher & Larralde 2010). Analyysissa havaittiin kuitenkin, että osakepohjaisen joukkorahoituksen kontekstissa nämä eivät ole niin ratkaisevia kuin esimerkiksi taloudelliset ja emotionaaliset tekijät. Symboliset ja ekspressiiviset motiivit toimivat ennemminkin taustalla sijoituspäätöstä tehdessä. Sijoittajat esimerkiksi arvostavat yhteiskunnallisia näkökohtia, kuten kotimaisten yritysten tukemista, mutta sijoituspäätöksen kannalta ne eivät ole merkittävässä asemassa. Niitä voidaan pitää niin sanotusti mukavina lisinä osana sijoitusta. Tämä voi johtua siitä, että sijoittaminen on osakepohjaisessa joukkorahoituksessa kuitenkin niin riskipitoista, että oma etu ja tuotto ovat tärkeämpiä kuin eettiset näkökulmat. Symboliset ja ekspressiiviset motiivit näyttävät korostuvan enemmän muissa joukkorahoituksen muodoissa, kuten teoriaosuudessa mainitaan (Ordanini ym. 2011). Tämä tukee Bretschneiderin ym. (2014) havaintoja siitä, että motiivit kasvuyrityssijoittamiseen joukkorahoituksessa ovat erilaisia kuin motiivit muissa joukkoistamisen muodoissa.

Ekspressiivisistä motiiveista statuksen tai aseman hakeminen ei noussut esille analyysissä. Sijoittajat eivät juurikaan halunneet kertoa muille ihmisille tekemistään sijoituksista. Sijoitukset pidetään enemmän omana tietona ja ekspressiiviset motiivit ovat enemmän oman itsetunnon kohottamiseen ja tyytyväisyyteen liittyviä. Tähän voi olla syynä se, että raha-asioista ei haluta puhua. Toisaalta, jos kasvuyrityssijoitus menestyy, sijoittajat voivat siinä vaiheessa ylpeillä onnistumisellaan.

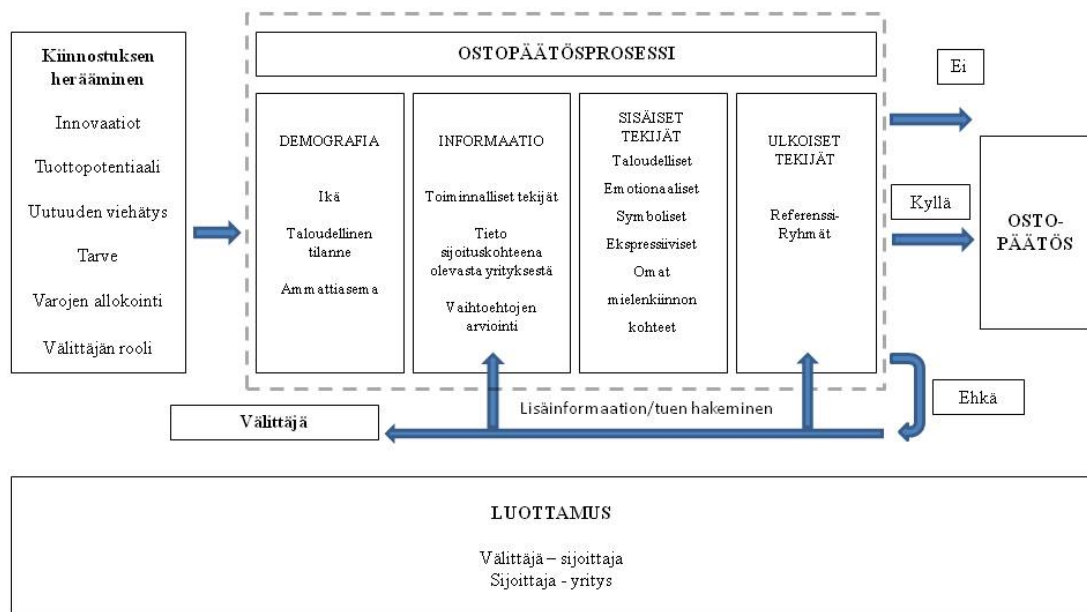
Teoriassa useiden tutkijoiden mukaan referenssiryhmillä on merkitystä sijoittajien päätöksenteossa. Toisten yksityissijoittajien ja ammattisijoittajien osallistumisella ja hyväksynnällä on positiivinen vaikutus muiden ihmisten sijoittamiseen (Moritz ym. 2015, Mollick 2014 ja 2013, Berglin & Strandberg 2013, Ordanini ym. 2011). Teorian pohjalta kuluttajan käyttäytymiseen vaikuttavista referenssiryhmistä esille nousivat varsinkin perhe, ystävät ja muut sijoittajat. Analyysissä havaittiin kuitenkin, että sijoittajat hakevat referenssiryhmiltään lähinnä lisäinformaatiota ja tukea. Lisäinformaatiota haetaan, jos sijoittaja ei tunne tai ei omaa tietotaitoa sijoituskohteena olevan yrityksen toimialasta tai tuotteista. Koska joukkorahoitus on uusi tuote, sijoittajat halusivat tukea päätökselleen omilta referenssiryhmiltään. Varsinkin muiden sijoittajien rooli on tärkeässä asemassa. Muiden sijoittajien rahoituskierrosta kohtaan osoittama kiinnostus lisää sijoituspäätöstä miettivän sijoittajan luottamusta sijoituskohteena olevaan yritykseen. Tätä voidaan kutsua niin sanotusti laumakäyttäytymiseksi. Teoria tukee analyysissä esille tullutta väitettä (Banerjee 1992, Hammami & Boujelbene 2015, Clement & Tse 2005). Varsinkin nopeasti täyttyvillä rahoituskierroksilla sijoittajien päätöksenteon täytyy olla nopeaa, koska yrityksen informaatioon ei välttämättä ehditä tutustua. Tällöin päätöksenteossa voidaan niin sanotusti matkia ja seurata muiden päätöksiä ilman omaa perehtymistä yritykseen.

Empiria toi myös tutkimukseen uutta tietoa, joka ei teoriassa tullut niin selkeästi esille. Välittäjän rooli sekä luottamus osoittautuivat huomionarvoisiksi tekijöiksi ostopäätösprosessissa. Välittäjä vaikutus korostuu erityisesti kiinnostuksen heräämisessä sekä informaation ja tuen antamisessa. Teoriassa välittäjä nähtiin kolmantena osapuolena, jonka tehtävä on mahdollistaa rahoitusta hakevien yritysten ja sijoittajien kohtaamisen (Tomczak & Brem 2013). Analyysin perusteella välittäjän rooli voi olla kuitenkin huomattava ostopäätöksen kannalta. Sijoittajille välittäjä

toimii ammattimaisena osapuolena, jolta saa tarvittaessa tukea päätöksentekoon etenkin silloin, kun sijoittajien oma tietotaito eri riitä arvioimaan sijoituskohdetta. Osakepohjainen joukkorahoitus on uusi sijoitustuote eikä se ole vielä yleisellä tasolla kovin tunnettu. Siksi välittäjän rooli korostuu kiinnostuksen ja tarpeen herättämisessä. Lisäksi välittäjät säästävät sijoittajat suuren taustatyön tekemiseltä antamalla sijoittajille ostopäätöksen kannalta tarpeellista informaatiota sijoituskohteena olevasta yrityksestä.

Välittäjän merkitys korostuu myös luottamuksen rakentamisessa kahdella eri tavalla: välittäjän ja sijoittajan vuorovaikutuksen sekä sijoittajan ja sijoituskohteena olevan yrityksen vuorovaikutuksen vahvistamisessa. Välittäjän ja sijoittajan välinen luottamus syntyy kahdenvälisen kanssakäymisen kautta. Sijoittajan ja sijoituskohteena olevan yrityksen välinen luottamus puolestaan syntyy yrityksen antaman informaation sekä välittäjän ammattitaidon kautta. Teoriaosuudessaakin havaittiin sijoittajille olevan tärkeää se, että koko sijoitusprosessi ja osapuolten toimintatavat ovat avoimia ja luottamusta herättäviä (Berglin & Stranberg 2013, Mollick 2013, Hoffmann & Broekhuizen 2010). Empirian perusteella sijoittajat painottavat luottamusta hyvinkin paljon ja siksi se on erittäin tärkeä tekijä ostopäätöstä ajateltaessa. Syynä saattaa olla se, että osakepohjaisessa joukkorahoituksessa informaatio sijoituskohteista on rajallista ja ostopäätöksissä painottuu usein sijoittajien oma tuntuma sekä luottamus muihin osapuoliin.

Koska empiria tarkensi teoriassa esitettyjä asioita ja toi esille uusia näkökohtia tutkimusaiheeseen, muokattiin teoreettista viitekehystä sen mukaan. Kuvio 3 esittää tämän tutkimuksen perusteella tehtyä sijoittajien ostopäätösprosessia osakepohjaisessa joukkorahoituksessa.



**Kuvio 3. Sijoittajien ostopäätösprosessi osakepohjaisessa joukkorahoituksessa.**

Ostopäätösprosessi lähtee liikkeelle kiinnostuksen heräämisestä. Teorian ja empirian yhteistuloksena kuvioon lisättiin uusina tekijöinä innovaatiot, uutuudenviehätys sekä kiinnostus suurta tuottopotentialia kohtaan. Lisäksi välittäjällä voi olla suuri rooli kiinnostuksen heräämisessä sekä tarpeen synnyttämisessä.

Demografiset tekijät liittyvät lähinnä siihen, onko sijoittaminen osakepohjaisen joukkorahoitukseen ylipäätään mahdollista. Taloudellinen tilanne voi olla suoraan vaikuttava tekijä ostopäätöksen kannalta varsinkin, jos varallisuus ei ole riittävä sijoitustoimintaan. Sijoittaja voi nähdä sijoituskohteen kiinnostavana, mutta varallisuuden takia myönteistä sijoituspäätöstä ei voida tehdä.

Informaatiotekijöissä olennaista on tieto sijoituskohteena olevasta yrityksestä. Lisäksi havaittiin toiminnallisten tekijöiden, eli itse sijoitustuotteeseen liittyvien piirteiden, kasvattavan mielenkiintoa sijoitustuotetta kohtaan. Näitä voivat olla esimerkiksi sijoitustuotteen helppous ja ymmärrettävyys. Toiminnallisten tekijöiden merkityksestä sijoitustoiminnassa mainitaan myös aikaisemmassa kirjallisuudessa (Puustinen 2012). Informaation avulla sijoittajat voivat myös vertailla sijoitustuotteina keskenään ja arvioida erilaisia vaihtoehtoja.

Sisäisistä tekijöistä korostuvat taloudelliset ja emotionaaliset tekijät. Symbolisilla ja ekspressiivisillä tekijöillä havaittiin olevan lähinnä sijoituspäätöstä tukeva merkitys. Voiton tavoittelu on selkeästi tärkein motiivi sijoittamiselle. Tunteet ja oma intuitio näyttelevät suurta roolia osakepohjaisessa joukkorahoituksessa. Empiria toi esille tunteiden ja tuntumien vaikuttavan ainakin jollain tasolla lopulliseen sijoituspäätökseen. Rationaalisia asioita painottavilla sijoittajillakin tunteet ovat usein osa sijoituspäätöstä. Sijoittajalle syntyvä tunne tai "fiilis" voi pohjautua omiin mielenkiinnon kohteisiin. Omat mielenkiinnon kohteet voivat ohjata sijoitustoimintaa ja voivat vaikuttaa myös kiinnostuksen heräämiseen.

Luottamus vaikuttaa koko sijoitusprosessin ajan, mitä kuvataan kuvion alapuolelle lisätyllä laatikolla. Välittäjän ja sijoittajan välinen luottamus on sijoittajan luottamusta välittäjän kykyyn arvioida sijoituskohteena olevien yritysten potentiaalia. Luottamus siihen, että välittäjä ja välittäjän henkilökunta (konsultti) osaavat esitellä sijoittajalle parhaiten sopivat sijoituskohteet. Sijoittajan ja yrityksen välisessä luottamuksessa korostuvat sijoitusmateriaali sekä avoimuus ja läpinäkyvyys.

Ostopäätösprosessi on monien eri tekijöiden summa, ja sijoittajasta riippuen eri tekijät korostuvat prosessin eri vaiheissa. Tätä havainnollistetaan kuviossa katkoviivalla. Jos sijoittaja on epävarma päätöksestään, hän saattaa palata prosessissa takaisin päin, mitä kuvataan kuviossa nuolilla. Epävarmassa tilanteessa sijoittaja hakee lisäinformaatiota ja tukea referenssiryhmiltään. Myös välittäjän voidaan nähdä olevan lisäinformaation lähde sijoituspäätöstä miettiessä.

Ostopäätösprosessissa voidaan hyppiä myös eri vaiheiden yli suoraan ostopäätökseen eikä ostopäätösprosessi välttämättä käy läpi jokaista vaihetta. Esimerkiksi useita kertoja sijoittaneille luottamus on syntynyt ja ostopäätöksiä voidaan tehdä nopeastikin, kun luotetaan välittäjään. Tunnepohjaiset sijoittajat eivät välttämättä edes käytä hyväkseen informaatiota vaan luottavat enemmän omaan intuitioonsa sijoituskohteen mahdollisesta potentiaalista.



### 7.3 Liikkeenjohdolliset johtopäätökset

Tämän tutkimuksen tuloksia voivat hyödyntää etenkin joukkorahoitusta hakevat yritykset sekä rahoituskierrroksia järjestävät yhtiöt. Sijoittajien käyttäytymiseen ja ostopäätökseen vaikuttavien tekijöiden ymmärtäminen auttaa sekä yrityksiä että välittäjiä järjestämään onnistuneita rahoituskierrroksia. Lisäksi tutkimuksen tuloksia voivat hyödyntää myös muut kuin joukkorahoituksen alalla toimivat rahoitusyhtiöt, joiden liiketoimintaan sijoittajien käyttäytymisen ja päätöksenteon ymmärtäminen läheisesti liittyy.

Joukkorahoitusta hakevien yritysten ja välittäjien on hyvä huomata, kuinka heidän yhteistyönsä voi vaikuttaa merkittävästi luottamuksen syntymiseen sijoittajissa. Ilman luottamusta ei todennäköisesti ole myöskään kiinnostuneita sijoittajia. Osapuolten ei tulisi nähdä toimintaansa osakepohjaisessa joukkorahoituksessa ainoastaan omien roolien kautta, vaan enemmänkin yhteisten tavoitteiden ja vuorovaikutuksellisuuden kautta. Tällöin voidaan synnyttää luottamus sijoittajiin.

Informaatio on olennainen osa sijoittajien ostopäätöstä. Yritysten ja välittäjien kannattaa pyrkiä hyvän ja luotettavan lakisääteisen materiaalin tuottamiseen, jolloin sijoittajien ja muiden osapuolien välinen informaatiokuilu pienenee. Avoimella ja läpinäkyvällä viestinnällä voidaan vaikuttaa myös luottamuksen syntymiseen sijoituskohteena olevaa yritystä kohtaan. Informaatiota on osakepohjaisessa joukkorahoituksessa usein rajallisesti saatavilla ja sen saatavuutta voisi kehittää, jotta eri sijoitustuotteiden arviointi helpottuisi sijoittajan näkökulmasta. Myös toiminnallisista tekijöistä, eli itse tuotteen piirteistä, informoiminen voisi auttaa sijoittajia vaihtoehtojen arvioinnissa. Sijoitustuotteen hyötyjen ja ominaispiirteiden esille tuominen voi auttaa lisäämään sijoittajien mielenkiintoa osakepohjaista joukkorahoitusta kohtaan. Mitä paremmin sijoittajat tuntevat tuotteen ominaisuudet, sitä helpompi heidän on arvioida sen sopivuutta omiin tavoitteisiin ja tarpeisiin.

Ylipäätään osakepohjaisesta joukkorahoituksesta tulisi ymmärtää, kuinka monet eri asiat voivat vaikuttaa rahoituskierrrosten onnistumiseen ja sijoittajien aktivoimiseen. On huomattava, että jokainen sijoittaja on yksilö, jonka toimintatavat ja ominaispiirteet määrittävät ostopäätösprosessin rakentumisen. Kaikki sijoittajat eivät

painota päätöksenteossa samoja asioita, sillä jotkut tekevät päätöksiä enemmän järkiperusteisesti ja jotkut puolestaan enemmän omaan intuitioon nojautumalla. Näin ollen välittäjien ja myyjien kannattaa miettiä erilaisten sijoittajien profileja, kuten sitä ketkä sijoittavat, millaisia he ovat, miten he eroavat toisistaan ja mitkä tekijät ovat heille merkityksellisiä.

Joukkorahoituksen teoriassa useat lähteet tuovat esille tuen antamisen, sosiaalisen statuksen tai tunnustuksen hakemisen korostuvan päätöksenteossa. Teoriaa ja aineistoa vertailemalla voidaan kuitenkin havaita, että tällaiset tekijät vaikuttavat enemmän muissa joukkorahoituksen muodoissa, kuten lahjoitus- ja palkintomuodoissa. Kannatukseen ja sosiaalisuuteen liittyvät motiivit näyttävät korostuvan enemmän niissä joukkorahoituksen muodoissa, joissa rahalliset panostukset ovat pienempiä ja joista sijoittajat eivät edes odota saavansa tuottoja. Koska osakepohjaisessa joukkorahoituksessa tuottojen tavoittelu on selkeä päätöksentekoa ohjaava motiivi, kannatukseen ja sosiaalisiin tekijöihin liittyvät motiivit eivät ole tärkeimpiä ostopäätöksen kannalta. Tästä johtuen joukkorahoitukseen osallistuvien toimijoiden tulisi huomioida se, että eri joukkorahoituksen muodoissa ihmisten päätöksentekoa ohjaavat erilaiset motiivit ja tarpeet. Jotta joukkorahoitusprojektit voidaan kohdistaa oikeille ja potentiaalisimmille kohderyhmille, on ensin ymmärrettävä millainen sijoittajien päätöksentekoprosessi on ja millaiset tekijät korostuvat eri joukkorahoituksen muodoissa.

Osakepohjainen joukkorahoitus on vielä hyvin uusi sijoitusmuoto, minkä takia tietoutta siitä tulisi levittää laajemmalle yleisölle. Markkinoilla on sijoittajia, jotka eivät tiedä osakepohjaisesta joukkorahoituksesta eivätkä osaa etsiä siitä tietoa. Esimerkiksi monipuolinen markkinointi voisi lisätä tietoutta ja herättää potentiaalisissa sijoittajissa kiinnostusta sekä osakepohjaista joukkorahoitusta että ylipäättään kasvuyrityssijoittamista kohtaan.

Lähitulevaisuudessa lainsäädäntöön liittyvät asiat voivat muuttaa osakepohjaisen joukkorahoituksen kenttää. Vielä tällä hetkellä joukkorahoitus poikkeaa muista rahoitusmuodoista sääntelyn osalta. Sääntely ei ole tarkkaa ja se perustuu lähinnä olemassa olevaan lainsäädäntöön. Osassa tämän tutkimuksen haastatteluita sivuttiin

tätä asiaa, ja sekä sijoittajat että ammattilaiset pitivät joukkorahoituksen kenttää jokseenkin epäselvänä. Lakien ja yhteisten pelisääntöjen kehittäminen olisikin tärkeää koko joukkorahoituksen alan kannalta. Yritysten ja välittäjien liiketoiminta helpottuisi ja ala saisi uskottavuutta ja luottamusta sijoittajien silmissä.

#### **7.4 Tutkimuksen luotettavuuden arviointi ja rajoitukset**

Yinin (2011: 19–21) mukaan kvalitatiivisen tutkimuksen luotettavuutta ja uskottavuutta voidaan parantaa kolmella tavalla: läpinäkyvyydellä, suunnitelmallisuudella ja todistettavuudella. Läpinäkyvyydellä tarkoitetaan yksinkertaisesti sitä, että tutkimuksessa käytetyt menetelmät ja toimintatavat tulisi olla avoimia. Siksi tässä tutkimuksessa on kuvattu ja selitetty tarkasti valitut menetelmät ja päätökset, ja tehty se niin, että lukijan olisi helppo nähdä ja ymmärtää tutkimuksen toteutus alusta loppuun saakka. Tutkittavan ilmiön uutuudesta ja niukasta aiemmasta tutkimuskirjallisuudesta johtuen kvalitatiivinen ja abduktiivinen ote katsottiin parhaaksi lähestymistavaksi. Tekstissä on tavoiteltu yhtenäisyyttä helpoilla siirtymillä ja selitetty tarkasti esimerkiksi se, miten tutkimusprosessi ja aineiston kerääminen toteutettiin. Kaikki kerätty aineisto on myös saatavilla ja tarkastettavissa sekä äänitiedostoina että litteroituna tekstinä. Näin ollen tutkimus on toistettavissa.

Tutkimuksen suunnitelmallisuudella (eng. methodic-ness) viitataan siihen, että tutkimuksen tulisi seurata joitain toiminta- ja menettelytapoja sekä työjärjestystä. Vaikka kvalitatiivisessa tutkimuksessa tuleekin jättää tilaa havainnoinnille ja ennakoimattomille tapahtumille, hyvällä suunnitelmallisuudella voidaan minimoida huolimattomuutta ja välttää ennakointia. (Yin 2011: 19–20.) Suunnitelmallisuuteen liittyen taustatyön tekemiseen panostettiin vahvasti ennen itse tutkimustyön aloittamista tutustumalla aiheeseen ja joukkorahoituksen nykytilanteeseen laajasti kirjallisuuden ja uutisoinnin pohjalta. Tässä tutkimuksessa on ensin laajan teoriaan tutustumisen kautta lähdetty hahmottamaan tutkimusongelmaan liittyviä keskeisiä asioita, joita sitten lähdettiin tarkentamaan ja syventämään empiirisen aineiston avulla. Tutkimuksessa käytettiin abduktiivista otetta, jolloin tutkimuksen etenemisessä hyödynnettiin sekä teoriaa että empiirisiä havaintoja. Teemahaastattelut toteutettiin kirjallisuudesta kerättyjen ohjeiden mukaan ja teemat valittiin

tutkimusongelma silmällä pitäen. Lisäksi pyrittiin käyttämään tutkimuksen kannalta relevantteja ja ajanmukaisia lähteitä. Aineisto kerättiin tietotaitoisilta henkilöiltä, jotka tuntevat osakepohjaisen joukkorahoituksen kentän.

Todistettavuudella viitataan siihen, että tutkimuksessa tehdyt päätelmät ja johtopäätökset tulisi perustua kerättyyn aineistoon ja analysoinnin tulisi olla rehellistä ja oikeudenmukaista (Yin 2011: 21). Tässä työssä teoreettinen viitekehys muodostettiin aikaisempien tutkimusten pohjalta ja esitetyt havainnot kirjallisuudesta merkittiin lähdeviittauksilla. Tekijöiden omat tulkinnat pidettiin erillään muiden tutkijoiden havainnoista. Yinin (2011: 21) mukaan etenkin tutkimuksissa, joissa haastateltavat kertovat omasta päätöksentekoprosessistaan tai tulkitsevat omaa käyttäytymistään, tulee olla erityisen tarkka oikeasta totuudesta. Haastateltavien kertomuksia tulisi tarkistaa ja analysoida, minkä jälkeen voidaan määritellä tapahtuiko tietty käyttäytyminen vai ei. Tämän työn haastatteluprosessin aikana kiinnitettiin erityisesti huomiota siihen, että haastateltaville annettiin mahdollisuus kertoa asioista mahdollisimman avoimesti ja luotettavasti. Haastattelut esimerkiksi pidettiin anonyymeinä ja tilat olivat neutraaleja. Haastateltaviksi valittiin henkilöitä, jotka oikeasti halusivat osallistua tutkimukseen ja olivat siitä jopa innoissaan. Tutkimuksen vahvuutena voidaankin pitää sitä, että haastattelutilanteet onnistuttiin pitämään keskustelevina ja haastateltavat kohdattiin kasvotusten, jolloin heidän vastauksiaan voitiin tarvittaessa tarkentaa ja syventää. Lisäksi aineistoon saatiin asiantuntijoiden näkökulma siitä, mitkä tekijät vaikuttavat sijoittajien käyttäytymiseen ja ostopäätösprosessiin.

Tutkimuksen rajoituksena voidaan pitää sitä, että kaikki haastateltavat olivat samalta talousalueelta (Oulu). Lisäksi kaikki haastateltavat olivat sijoittaneet henkilökohtaista palvelua tarjoavien välittäjien kautta. Verkkopalvelun kautta sijoittavilla ihmisillä ostopäätösprosessi voi rakentua eri tavalla. Tällöin esimerkiksi välittäjän rooli voi olla pienempi, koska sijoittajien ja välittäjän välillä ei ole kasvokkain tapahtuvaa kanssakäymistä ja informaation saanti voi olla vaikeampaa tai tapahtua eri tavalla.

Rajoitukseksi voidaan laskea myös tutkijoiden rooli kvalitatiivisessa tutkimuksessa. Yinin (2011: 270) mukaan kvalitatiivisessa tutkimuksessa tutkija on itse keskeinen

tutkimusväline ja tutkimus on aina jollain tasolla sekä subjektiivinen että objektiivinen. Vaikka tässä tutkimuksessa pyrittiin mahdollisimman objektiiviseen otteeseen, esimerkiksi tutkijoiden teoriavalinnat tai teemojen valinta ovat voineet vaikuttaa tutkimuksen etenemiseen ja rakenteeseen. Objektiivisuuden onnistumiseen liittyen tämän tutkimuksen vahvuutena voidaan pitää sitä, että tulokset olivat hieman yllättäviä ja toivat uutta tietoa aiheesta. Tämä kertoo siitä, että aineisto onnistuttiin analysoimaan objektiivisesti. Yin (2011: 270) lisää, että tutkimuksen luotettavuutta lisää se, että tutkija tiedostaa työnsä vahvuudet ja heikkoudet ja tuo esille tutkimuksessa tehdyt valinnat. Tässä tutkimuksessa onkin pyritty esittelemään tehdyt päätökset tarkasti ja tuotu esille, kuinka tutkimustyötä on lähestytty koko prosessin ajan.

Myös Pro gradu -tutkielman laajuudesta johtuen resurssit olivat rajalliset, mikä vaikutti esimerkiksi haastatteluiden määrään. Kvalitatiivisen tutkimuksen tarkoituksena ei kuitenkaan välttämättä ole pyrkiä suureen määrään vaan painopiste on enemmänkin tavoitella syvää ymmärrystä tutkittavasta aiheesta kerätyn aineiston pohjalta. Kerätty aineisto koettiin riittäväksi tämän tutkimuksen ongelman selvittämiseksi. Haastatteluissa esimerkiksi saavutettiin saturaatiopiste, jossa viimeisimmät haastattelut eivät enää tuoneet uusia näkökulmia tutkittavaan aiheeseen vaan samat asiat alkoivat toistua mitä pidemmälle haastatteluprosessissa edettiin.

## **7.5 Jatkotutkimusehdotukset**

Tämä tutkimus toimii esitutkimuksena osakepohjaisen joukkorahoituksen kontekstissa, koska sitä ei aiemmin ole juurikaan tutkittu. Tässä tutkimuksessa keskityttiin siihen, mitkä tekijät vaikuttavat sijoittajien ostopäätösprosessissa. Tutkimuksessa ei syvällisemmin kiinnitetty huomiota sijoittajien demografisiin tekijöihin, minkä takia jatkotutkimus voisi keskittyä enemmän siihen, ketkä sijoittavat. Tällöin voitaisiin lisätä ymmärrystä eri tyyppisistä sijoittajista ja siitä, miten demografiset tekijät vaikuttavat lopulliseen sijoituspäätökseen. Tutkimuksen voisi esimerkiksi toteuttaa yhteistyössä osakepohjaista joukkorahoitusta tarjoavan välittäjän kanssa, jolloin sijoittajista saataisiin aineistoa tutkimuksen tueksi. Tällaisen tutkimuksen voisi toteuttaa esimerkiksi kyselytutkimuksena.

Ostopäätösprosessiin kuuluu teorian perusteella myös oston jälkeinen arviointi. Oston jälkeistä arviointia voidaan tutkia jatkossa, kun sijoitustuote on ollut kauemmin markkinoilla ja aiheesta voidaan paremmin kerätä aineistoa. Oston jälkeistä arviointia voidaan tutkia tarkemmin, kun sijoittajilla on osakepohjaisesta joukkorahoituksesta kokemusta pidemmältä aikaväliltä. Tutkimusaiheena voisi olla esimerkiksi, miten sijoitukset ja sijoituspäätökset nähdään, kun niitä katsotaan pidemmän aikavälin taakse. Aiheesta voidaan tutkia myös sitä, miten onnistumiset ja epäonnistumiset vaikuttavat sijoittamiseen tulevaisuudessa.

Tässä tutkimuksessa kaikki haastateltavat olivat osallistuneet osakepohjaiseen joukkorahoitukseen henkilökohtaista palvelua tarjoavien välittäjien kautta. Markkinoilla on myös ainoastaan Internetissä toimivia välittäjiä, ja tällöin sijoittaminen tapahtuu itsenäisesti verkkoalustojen kautta. Tutkimus voisi jatkossa tarkastella sitä, eroaako verkkoalustojen ja välittäjien kautta sijoittaminen toisistaan, ja miten ostopäätösprosessi rakentuu itsenäisessä, ilman välittäjää ja myyjää tapahtuvassa sijoitusprosessissa.

Lainsäädäntö joukkorahoitukseen liittyen tulee todennäköisesti muuttumaan ja tarkentumaan tulevaisuudessa. Lainsäädännön puitteissa, jos osakepohjainen joukkorahoitus muuttuu säännellymmäksi ja vakiintuneemmaksi, tutkimus voi keskittyä sen vaikutuksiin laajemmassa mittakaavassa. Tällöin osakepohjaista joukkorahoitusta voidaan tutkia tarkemmin yritysten rahoituskanavana ja toisaalta sijoitustuotteena sijoittajien näkökulmasta.

## LÄHTEET

- Agrawal, A., Catalini, C. & Goldfarb, A. (2014). Some simple economics of crowdfunding. *NBER Innovation Policy & the Economy (University of Chicago Press)* 14(1), 63–97.
- Ajzen, I. & Fishbein, M. (1980). Understanding attitudes and predicting social behaviour. Prentice Hall. New Jersey.
- Alba, J. & Hutchinson, J. (1987). Dimensions of consumer expertise. *Journal of Consumer Research* 13(4), 411–454.
- Assael, H. (1998). Consumer behaviour and marketing action. An International Thomson Publishing Company. New York University. 6 painos.
- Banerjee, A. (1992). A simple model of herd behavior. *The Quarterly Journal of Economics* 107(3), 797–817.
- Baumeister, R. (2002). Yielding to temptation: self-control failure, impulsive purchasing and consumer behavior. *Journal of Consumer Research* 28(4), 670–676.
- Beal, D. J., Goyen, M. & Phillips, P. (2005). Why do we invest ethically? *Journal of Investing* 14(3), 66–77.
- Beckett, A., Hower, P. & Howcroft, B. (2000). An exposition of consumer behaviour in the financial services industry. *International Journal of Bank Marketing* 18(1), 15–26.
- Belleflamme, P., Lambert, T. & Schwienbacher, A. (2014). Crowdfunding: Tapping the right crowd. *Journal of Business Venturing* 29(5), 585–609.
- Berglin, H. & Strandberg, C. (2013). Leveraging customers as investors. The driving forces behind crowdfunding. Kandidaatin tutkielma. Department of business studies, Uppsalan yliopisto.
- Bikas, E., Jurevičienė, D., Dubinskas, P. & Novickytė, L. (2013). Behavioural finance: The emergence and development trends. *Procedia - Social and Behavioral Sciences* 82, 870–876.
- Bretschneider, U., Knaub, K. & Wieck, E. (2014), Motivations for Crowdfunding: What Drives the Crowd to Invest in Start-ups?. 'European Conference on Information Systems (ECIS)' .
- Burtch, G., Ghose, A. & Wattal, S. (2013). An empirical examination of the antecedents and consequences of contribution patterns in crowd-funded markets. *Information Systems Research* 24(3), 499–519.

- Cholakova, M. & Clarysse, B. (2015). Does the possibility to make equity investments in crowdfunding projects crowd out reward-based investments? *Entrepreneurship Theory and Practice* 39(1), 145–172.
- Clement, M. B. & Tse, S. Y. (2005). Financial analyst characteristics and herding behavior in forecasting. *Journal of Finance* 60(1), 307–341.
- Comegys, C., Hannula, M. & Väisänen, J. (2006). Longitudinal comparison of Finnish and US online shopping behaviour among university students: The five-stage buying decision process. *Journal of Targeting, Measurement & Analysis for Marketing* 14(4), 336–356.
- Deffains-Crapsky, C. & Sudolska, A. (2014). Radical innovation and early stage financing gaps: Equity-based crowdfunding challenges. *Journal of Positive Management* 5(2), 3–19.
- Diacon, S. & Ennew, C. (1996). Ethical issues in insurance marketing in the UK. *European Journal of Marketing* 30(5), 67–81.
- Dorn, D. & Sengmueller, P. (2009). Trading as entertainment? *Management Science* 55(4), 591–603.
- Dupois, B. (2000). *Understanding the Consumer*. Prentice Hall. NJ: Upper Saddle River.
- Ennew, C.T. & McKechnie, S. (1998). The financial services customer. Teoksessa: Gabbott, M. and Hogg, G. (toim.): *Consumers and Services*. New York, NY: John Wiley and Sons.
- Eskola, J. (2001). Laadullisen tutkimuksen juurrutustat. Laadullisen aineiston analyysi vaihe vaiheelta. Teoksessa: Aaltola, J. & Valli, R. (toim.): *Ikkunoita tutkimusmetodeihin II. Näkökulmia aloittelevalla tutkijalle tutkimuksen teoreettisiin lähtökohtiin ja analyysimenetelmiin*. Jyväskylä: PS-Kustannus, 133–157.
- Frankfurter, G. M. & McGoun, E. G. (2000). Market efficiency or behavioral finance: The nature of the debate. *Journal of Psychology and Financial Markets* 1(3-4), 200–210.
- Gerber E. M., Hui J. S. & Kuo P. Y. (2011). Crowdfunding: why the people are motivated to post and fund projects on crowdfunding platforms. Northwestern University Creative Action Lab, Sheridan Drive, Evanston.
- Gerber, E. M. & Hui, J. (2013). Crowdfunding: Motivations and deterrents for participation. *ACM Transactions on Computer-Human Interactions* 20(6), Article 34.
- Hakala, J. (2001). Menetelmällisiä koetuksia. Teoksessa: Aaltola, J. & Valli, R. (toim.): *Ikkunoita tutkimusmetodeihin I. Metodin valinta ja aineistonkeruu: virikkeitä aloittelevalle tutkijalle*. Jyväskylä: PS-kustannus, 10–23.



- Hammami, H. & Boujelbene, Y. (2015). Investor herding behavior and its effect on stock market boom-bust cycles. *IUP Journal of Applied Finance* 21(1), 38–53.
- Hauff, J.C. (2014). Trust and Risk-taking in a pension investment setting. *International Journal of Bank Marketing* 32(5), 408–428.
- Hauser, J., Urban, G. & Weinberg, B. (1993). How consumers allocate their time when searching for information. *Journal of Marketing Research* 30(4), 452–466.
- Helsingin Sanomat (2015). Joukkorahoitus räjäyttää innovaatiopankin. *Helsingin Sanomat* pääkirjoitus 24.10.2015.
- Hirsjärvi, S. & Hurme, H. (2014). *Tutkimushaastattelu. Teemahaastattelun teoria ja käytäntö*. Tallinna Raamatutrükikoda. Gaudeamus Helsinki University Press.
- Hoffmann, A. O. I. & Broekhuizen, T. L. J. (2010). Understanding investors' decisions to purchase innovative products: Drivers of adoption timing and range. *International Journal of Research in Marketing* 27(4), 342–355.
- Kinney, T. & Bernhardt, K. (1986). *Principles of Marketing* (2 painos). Glenview IL: Scott, Foresman and Co.
- Kleemann, F., Voß, G. & Rieder, K. (2008). Un(der)paid innovators: The commercial utilization of consumer work through crowdsourcing. *Science, Technology & Innovation Studies* 4(1), 5–26.
- Koskinen, I., Alasuutari, P. & Peltonen, T. (2005). Laadulliset menetelmät kauppatieteissä. Tampere: Vastapaino.
- Kotler, P. (1990). Markkinoinnin käsikirja. Gummerus kirjapaino Oy. Jyväskylä (englanninkielinen alkuteos Marketing Management: Analysis, Plannin, Implementation and Control. Sixth Edition. 1988)
- Kotler, P. & Armstrong, G. (2006). Principles of marketing. Prentice Hall. New Jersey. 15.painos.
- Kotler, P. & Keller, K. L. (2006). Marketing Management. Prentice Hall. New Jersey. 12.painos.
- Lehner, O. M. (2013). Crowdfunding social ventures: a model and research agenda. *Venture Capital*, 15(4), 289–311.
- Lim, K. L., Soutar, G. N. & Lee, J. A. (2013). Factors affecting investment intentions: A consumer behaviour perspective. *Journal of Financial Services Marketing* 18(4), 301–315.
- Mehta, S. & Sharma, R. (2015). Individual investors' behaviour: In demographical backdrop. *SCMS Journal of Indian Management* 12(3), 25–36.

- Mollick, E. (2014). The dynamics of crowdfunding: An exploratory study. *Journal of Business Venturing* 29(1), 1–16.
- Moritz, A., Block, J. & Lutz, E. (2015). Investor communication in equity-based crowdfunding: A qualitative-empirical study. *Qualitative Research in Financial Markets* 7(3), 309–342.
- Nagy, R. A., Obenberger, R. W. (1994). Factors influencing individual investor behavior. *Financial Analysts Journal* 50(4), 63–68.
- Nofsinger, J. R. (2005). *The Psychology of Investing*, (2. painos). Upper Saddle River, New Jersey: Pearson Prentice Hall.
- Oksanen, T. (2014). Joukkorahoitus - suomalaisen startup-ympäristön näkemykset uudesta rahoitusmuodosta. Master's thesis. Aalto yliopiston kauppakorkeakoulu, Aalto yliopisto.
- Ordanini, A., Miceli, L., Pizzetti, M. & Parasuraman, A. (2011). Crowd-funding: transforming customers into investors through innovative service platforms. *Journal of Service Management* 22(4), 443–470.
- Pizam, A. & Mansfeld, Y. (2000). *Consumer Behaviour in Travel and Tourism*. New York: Haworth Hospitality Press.
- Prahalad, C. K. & Ramaswamy, V. (2000). Co-opting customer competence. *Harvard Business Review* 78 (1), 79–87.
- Prahalad, C. K. & Ramaswamy, V. (2004). Co-creation experiences: The next practice in value creation. *Journal of Interactive Marketing* 18(3), 5–14.
- Puustinen, P. (2012). Towards a consumer-centric definition of value in the non-institutional investment context. Conceptualization and measurement of perceived investment value. Väitöskirjatutkimus. Acta Universitatis Tampereensis 1726. Tampereen yliopisto, Tampere.
- Puustinen, P., Kuusela, H. & Rintamäki, T. (2012). Investment service providers gaining competitive advantage by focusing on consumers' varying investment goals. *Journal of Financial Services Marketing* 17(3), 191–205.
- Sanomalehtiylipisto. (1993). Kuluttajakäyttäytyminen. Vaasan Yliopiston täydennyskoulutuskeskuksen julkaisuja 5/93.
- Statman, M. (1999). Behavioral finance: past battles and future engagements. *Financial Analysts Journal* 55(6), 18–27.
- Statman, M. (2004). What do investors want?. *Journal of Portfolio Management* 30, 153–161.
- Statman, M. (2014). Behavioral finance: Finance with normal people. *Borsa Istanbul Review* 14(2), 65–73.

- Tomczak, A. & Brem, A. (2013). A conceptualized investment model of crowdfunding. *Venture Capital* 15(4), 335–359.
- Urbany, J., Dickson, P. & Wilkie, W. (1989). Buyer uncertainty and information search. *Journal of Consumer Research* 16(2), 208–215.
- Valtiovarainministeriö & Työ- ja elinkeinoministeriö (2014). Raportti joukkorahoituskyselystä. Valtiovarainministeriö, Helsinki.
- Vargo, S. L. & Lusch, R. F. (2004). Evolving to a new dominant logic for marketing. *Journal of Marketing* 68(1), 1–17.
- Vargo, S. L. & Lusch, R. F. (2008). Service-dominant logic: Continuing the evolution. *Journal of the Academy of Marketing Science* 36(1), 1–10.
- Yin, R.K. (2011). *Qualitative research from start to finish*. New York. The Guildford press.

## INTERNETLÄHTEET

- Agrawal, A., Catalini, C. & Goldfarb, A. (2010). The Geography of Crowdfunding. NET Institute Working Paper No. 10-08. Saatavilla SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1692661> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1692661>>. Viitattu 15.10.2015.
- Ahlers, G.K.C., Cumming, D., Guenther, C. & Schweizer, D. (2012). Signaling in Equity Crowdfunding. Saatavilla SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2161587> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2161587>>. Viitattu 28.9.2015.
- An, J., Quercia, D. & Crowcroft, J. (2014). Recommending investors for crowdfunding projects. Published in Proc. WWW 2014. Saatavilla: <<http://researchswinger.org/publications/an14recommending.pdf>>. Viitattu 2.10.2015.
- Finanssivalvonta (2015). Joukkorahoitus. Saatavilla: <<http://www.finanssivalvonta.fi/fi/Toimiluvat/joukkorahoitus/Pages/Default.aspx>>. Viitattu 3.11.2015.
- Giudici, G., Nava, R., Rossi Lamastra, C. & Verecondo, C. (2012). Crowdfunding: The New Frontier for Financing Entrepreneurship?. Saatavilla SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2157429> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2157429>>. Viitattu 2.10.2015.
- Kuppuswamy, V. & Bayus, B. L. (2015) Crowdfunding Creative Ideas: The Dynamics of Project Backers in Kickstarter. UNC Kenan-Flagler Research Paper No. 2013-15. Saatavilla SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2234765> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2234765>>. Viitattu 29.9.2015.
- Lexia (2014). Joukkorahoituksen lyhyt oppimäärä. Artikkelit Lexia. Saatavilla: <<http://lexia.fi/fi/2014/05/15/joukkorahoituksen-lyhyt-oppimaara/>>. Viitattu 3.11.2015.
- Lovric, M., Kaymak, U. & Spronk, J. (2008). A Conceptual Model of Investor Behavior. Erasmus Research Institute of Management. Report Series Reference No. ERS-2008-030-F&A. Saatavilla SSRN:<<http://ssrn.com/abstract=1144293>>. Viitattu 20.10.2015.
- Mollick, E. R. (2013). Swept Away by the Crowd? Crowdfunding, Venture Capital, and the Selection of Entrepreneurs. Saatavilla SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=2239204> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2239204>>. Viitattu 1.11.2015.
- Schwienbacher, A. & Larralde, B. (2010). Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures (September 28, 2010). Handbook of Entrepreneurial Finance, Oxford University Press, Forthcoming. Saatavilla SSRN: <<http://ssrn.com/abstract=1699183> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1699183>>. Viitattu 1.10.2015.

Sewell, M. (2007). Behavioural finance. University of Cambridge. Saatavilla: <<http://www.behaviouralfinance.net/behavioural-finance.pdf>>. Viitattu 11.11.2015.

Valtiovarainministeriö (2015). Joukkorahoituslaki toisi selkeät pelisäännöt toimialalle. Tiedote 18.5.2015. Saatavilla: <[http://vm.fi/artikkeli/-/asset\\_publisher/joukkorahoituslaki-toisi-selkeat-pelisaannot-toimialalle](http://vm.fi/artikkeli/-/asset_publisher/joukkorahoituslaki-toisi-selkeat-pelisaannot-toimialalle)>. Viitattu 3.11.2015.

**TEEMAHAASTATTELURUNKO****Osakepohjaisen joukkorahoituksen ammattilaisten haastattelu**

- Potentiaaliset sijoittajat, demografiset tekijät
  - ikä
  - sukupuoli
  - taloudellinen tilanne
  - sijoituskokemus
- Sijoittajien motiivit ja syyt sijoittamiseen
  - mihin sijoittajat perustavat päätöksensä
  - mikä merkitys on sijoituskohteesta annetusta informaatiosta
  - tunteet ja muut psykologiset / sosiologiset syyt
  - tuottojen merkitys
- Ei-sijoittaneet ihmiset ja heidän päätöksentekonsa
  - miksi eivät ole sijoittaneet
  - mihin lopulliset päätökset ovat perustuneet
- Riskit ja niiden vaikutus sijoittamiseen

**Liite 2****TEEMAHAASTATTELURUNKO****Sijoittajien haastattelut**

- osakepohjainen joukkorahoitus (OJR) yleisesti
  - kuinka hyvin tuntee OJR:n
  - millaisena kokee OJR:n
  - mikä tekee siitä kiinnostavan
- kiinnostuksen herääminen ja informaation etsintä
  - miten sai tiedon sijoituskohteesta
  - miten kiinnostus heräsi
  - mistä sai informaatiota
  - kuinka tarkasti tutustui yritykseen ennen sijoituspäätöstä
  - mitkä olivat tärkeimmät tiedot yrityksestä
- sijoittamisen tavoitteet / päätösprosessi
  - mitä syitä painottaa, kun harkitsee sijoituspäätöstä
  - toiveet sijoitukselta / sijoittamisen tavoite
  - millä perusteilla tekee päätöksen
  - miksi sijoittaa / miksi ei mahdollisesti ole sijoittanut
  - muut kuin rahalliset syyt ja niiden vaikutus sijoituspäätökseen
  - yhteiskunnallisuus/yhteisöllisyys/tuen antaminen
  - järkeen vs. tunteisiin perustuen
  - haluaako viestiä jotain muille omalla sijoituspäätöksellään
  - kokeeko olevansa tyytyväinen/ylpeä sijoituksen tekemisestä
  - taloudellisen tilanteen ja riskien vaikutus sijoittamiseen
- osakepohjainen joukkorahoitus osana sijoitussalkkua
  - mikä OJR:n tarkoitus/asema sijoitussalkussa
  - miten kokee OJR:n verrattuna muihin sijoitustuotteisiin
  - tekeekö päätökset OJR:ssa samoilla periaatteilla kuin muihin sijoitustuotteisiin sijoittaessa

- referenssiryhmät
  - tekeekö päätökset itsenäisesti vai vaikuttaako muiden sijoittajien käyttäytyminen
  - vaikuttaako että ammattisijoittajia / muita sijoittajia mukana
  - perhe, ystävät, myyjä, muut sijoittajat
- impulsiivinen ostaminen
- taloudellisen tilanteen ja riskien vaikutus sijoittamiseen